

Dr. sc. Marko IVKOŠIĆ, izvanredni profesor
Pravni fakultet Sveučilišta u Splitu
marko.ivkovic@pravst.hr

UDK: 347.725 : 34(497.5)
Primljeno: 8. travnja 2022.
Prihvaćen: 5. svibnja 2022.
Pregledni znanstveni rad

REPRESIVNE MJERE OBRANE CILJNOG DRUŠTVA U HRVATSKOM PRAVU PREUZIMANJA DIONIČKIH DRUŠTAVA

Sažetak: Zakon o preuzimanju dioničkih društava matični je legislativni instrument kojim se uređuje postupak preuzimanja u hrvatskom pravu. Ponuditelj koji prijeđe kontrolni prag dužan je objaviti ponudu za preuzimanje svih preostalih dionica ciljnog društva. Manjinskim se dioničarima omogućuje da u slučaju promjene kontrolnog dioničara pod povoljnijim uvjetima istupe iz društva, a ponuditelju olakšava planiranje transakcijskih troškova. Ponudbeno razdoblje koje započinje danom javne objave ponude posebno je osjetljivo razdoblje za ciljno društvo, njegove dioničare, članove njegovih organa i zaposlenike i ostale stakeholder-e. Radi ostvarenja pravno političkog cilja slobodnog odlučivanja dioničara ciljnog društva o (ne)prihvatu objavljene ponude za preuzimanje i neometanja ponuditelja, djelovanje upravljačke strukture ciljnog društva tijekom toga razdoblja se značajno ograničava. Radikalno isključenje temeljnog standarda vođenja poslova društva u postupku preuzimanja de lege lata nije primjereno, pa ga treba prilagoditi potrebama hrvatskog pravnog i gospodarskog poretka. Obrazlaže se da snažna pasivizacija uprave nije dobro rješenje radi neodmjerenog zadiranja u nadležnosti organa dioničkog društva uređenih Zakonom o trgovačkim društvima. Odstupanje od općeg prisilnopravnog režima nadležnosti organa mora biti usklađeno s ustavnopravnim načelima primjerenosti i razmjernosti. Predlaže se da se de lege ferenda ublaži striktno pravilo neutralnosti tako da se upravi dopusti i tijekom ponudbenog razdoblja poduzimati radnje koje su u interesu ciljnog društva, a koje bi poduzeo uredan i savjestan gospodarstvenik. U radu se raščlanjuje pet represivnih obrambenih mjera: kritika ponude i ponuditelja, traženje konkurentskog ponuditelja, protuponuda za preuzimanje, promjena imovine ili strukture kapitala i stvaranje zapreka na temelju prava tržišnog natjecanja. Za svaku mjeru se određuje praktični učinak.

Glavne riječi: preuzimanje dioničkih društava, ciljno društvo, represivne obrambene mjere, ponuda za preuzimanje, pravilo neutralnosti.

1. Općenito

U Republici Hrvatskoj se od 1997. postupak preuzimanja dioničkih društava uređuje zasebnim legislativnim instrumentom, kojeg 2002. zamjenjuje drugi, a 2007. i treći po redu Zakon o preuzimanju dioničkih društava.¹ Društveni odnosi koji su predmet uređenja ZPDD-a jesu odnosi između novog kontrolnog dioničara odnosno osoba koje s njim zajednički djeluju i dioničara s manjinskim udjelima (tzv. manjinskih dioničara u smislu prava preuzimanja), te odnosi između njih i ciljnog društva dionice kojih su uvrštene na uređeno tržište vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj ili zemljama članicama Europske unije.²

¹ Nadalje ZPDD. On je treći u nizu zakona koji su u RH uređivali ovu materiju. Prvo je donesen Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava, Narodne novine br. 124/97, 57/01, da bi taj zatim bio zamijenjen nepunih pet godina kasnije Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine br. 84/02, 87/02, 120/02, 2/07. Pet godina kasnije donosi se i treći Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine br. 109/07, koji je nekoliko puta do sada izmjenjivan i dopunjavan Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine br. 36/09, 108/12, 148/13.

² Arg. ex čl. 2 st. 1. ZPDD-a.

Preuzimanje dioničkog društva posebno je uređeni postupak uslijed kojeg može doći do promjene kontrolnog dioničara kojemu se otvara mogućnost da presudno utječe na donošenje ključnih odluka u ciljnom društvu. Stežući dostatan broj dionica s pravom glasa na glavnoj skupštini ciljnog društva preuzimatelj zadobiva moć da zadire u osnove društva, primjerice, mijenja odredbe statuta, povećava ili smanjuje temeljni kapital, izabire ili opoziva izbor članova nadzornog odbora, utječe na politiku isplate dividende i uopće upotrebe dobiti i sl. Promjenom kontrole nad ciljnim društvom prvenstveno se mogu ugroziti, ograničiti ili smanjiti prava tzv. manjinskih dioničari čiji opseg sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva nije dostatan za donošenje ključnih odluka u društvu. *Ratio legis* posebnog uređenja postupka preuzimanja jest otvaranje mogućnosti manjinskim dioničarima da uz primjerenu naknadu istupe iz društva prije nego što dođe do promjene kontrolnog dioničara. Novi kontrolni dioničarima može svojim mjerama na glavnoj skupštini ciljnog društva umanjivati tržišnu cijenu dionica ili pak pokušati umanjiti trošak transakcije otkupa dionica ciljnog društva. Takve se radnje sprječavaju pravilima prava preuzimanja, a tzv. manjinskim dioničarima (svi oni koji ne djeluju usklađeno s novim kontrolnim dioničarem) omogućava se da po povoljnoj cijeni prodaju svoje dionice i tako istupe iz društva. U Republici Hrvatskoj, kao i u drugim europskim državama, materija preuzimanja dioničkih društva uređena je zasebnim legislativnim instrumentom, različitim od onog kojim se jedinstveno uređuje dioničko društvo. Takvim posebnim propisivanjem postupka preuzimanja dioničkog društva stoga se dijelom zadire u unutarnje uređenje ciljnoga dioničkog društva, prije svega u ovlasti njegovih organa, čime se one za trajanja postupka preuzimanja mogu, ovisno o rješenjima pojedinoga pravnog poretka, prilično ili pak ne u većoj mjeri modificirati.

Nacionalni zakoni kojim se uređuje dioničko društvo jesu *sedes materiae* za određivanje ovlaštenja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora. U ponudbenom razdoblju postupanje upravljačke strukture ciljnog društva dodatno se uređuje odredbama prava preuzimanja. Poštujući pravno načelo *lex specialis derogat legi generali* odredbama prava preuzimanja ograničava se opseg djelovanja upravljačke strukture ciljnog društva tijekom ponudbenog razdoblja. *Ratio legis* takvog uplitanja u ovlasti organa je nakana zakonodavca da onemogući djelovanje koje bi omelo slobodu dioničara ciljnog društva da odluči o ponudi. Ostvarenje tog cilja pretpostavlja ograničenje i posljedično smanjenje poduzetničke aktivnosti ciljnog društva, a što može negativno utjecati na njegov položaj u tržišnoj utakmici.

Ciljno društvo može prije ponudbenog razdoblja poduzeti radnje koje mogu otežati ili čak osujetiti pokušaj budućeg ponuditelja da dođe u položaj preuzimanja kontrole nad društvom. Za razliku od takvih preventivnih obrambenih mjera, represivne obrambene mjere su one koje ciljno društvo poduzima nakon javne objave ponude za preuzimanje. U radu će se razmatrati represivne obrambene mjere koje ciljno društvo poduzima protiv nepoželjnih ponuditelja. S obzirom da upravljačka struktura ciljnog društva ima cjeloviti uvid u poslove i planove društva ona je dužna razmotriti ponudu i ponuditelja i djelovati u najboljem interesu društva odnosno štititi dugoročnu rentabilnost poduzeća (organizirane gospodarske cjeline koju čine objektivni, subjektivni i ustrojbeni sastojci) kojeg je društvo nositelj.

Dva su osnovna pristupa pravnom uređenju djelovanja poslovodnog organa tijekom postupka preuzimanja. Moguće je, po uzoru na britansko pravo, propisati strogo pravilo neutralnosti, ili propisati ublaženu neutralnost odnosno samo djelomice ograničiti djelovanje upravljačke strukture po uzoru na njemačko pravo. Naš zakonodavac preuzeo prvi model. Strogo pravilo neutralnosti temelji se na načelu da poslovodni organ

ne smije onemogućiti dioničare ciljnog društva da samostalno odluče o ponudi³ Uprava odnosno upravni odbor tijekom ponudbenog razdoblja ne smije samostalno poduzimati radnje koje ometaju ili onemogućuju ponudu, pa makar te radnje spadale u redovni tijek poslovanja, tj. svrstale se u redovno posloводство.⁴ Represivne obrambene mjere poslovodni organ može poduzimati samo uz prethodno odobrenje glavne skupštine, a jedini je izuzetak od navedenog pravila traženje konkurentskog ponuditelja. Propisima nacionalnog prava preuzimanja skraćuje se rok za sazivanje glavne skupštine, tako da se ona može sazvati najkasnije četrnaest dana prije održavanja. Zbog kratkoće ponudbenog razdoblja to je bio jedini način da se glavnoj skupštini prepusti odluka o poduzimanju represivnih obrambenih mjera. *Ratio legis* takvog propisivanja očituje se u nakani da se dioničarima prepusti odlučivanje o tome je li ponuditelj nepoželjan i hoće li ciljno društvo protiv njega poduzimati obrambene mjere.⁵ Ako uprava, upravni odnosno nadzorni odbor ili izvršni direktori ocijene da se protiv ponuditelja treba „braniti“, sazvat će glavnu skupštinu.⁶ Poziv treba sadržavati i sadržaj odluke o poduzimanju konkretne obrambene mjere. Odlukom glavne skupštine poslovodnom organu se *ex post* odobrava ili uskraćuje odobrenje za poduzimanje obrambenih mjera. Glavna skupština odlučuje nakon objave javne ponude, a uprava koja hoće poduzeti neku represivnu obrambenu mjeru može to učiniti tek po odobrenju glavne skupštine.

2. Ovlasti organa ciljnog društva u postupku preuzimanja

2.1. Općenito

Jedno od obilježja dioničkog društva jest da mu je unutarnji ustroj zakonski strogo propisan. Zakonom o trgovačkim društvima⁷ je predviđeno da svako dioničko društvo mora imati određene organe, a koji se razlikuju po ulogama i ovlastima koje im ZTD daje. Djelokrug organa je striktno uređen, pa ne bi smjelo doći do preklapanja njihovih funkcija. Zabranjena je svaka intervencija u navedenu podjelu ovlasti, osim u slučaju kad na to izričito upućuje ZTD ili koji drugi zakon.⁸ Ovisno o tome je li ustrojeno na dualistički ili monistički način, dioničko društvo može imati upravu i nadzorni odbor kao strogo odvojene organe ili pak upravni odbor kao jedinstveni organ, dok u svakom slučaju mora imati glavnu skupštinu. Izbor ustroja prepušten je autonomiji dioničara koji o tome odlučuju prilikom donošenja statuta društva, odnosno njegove izmjene.⁹

³ Arg. ex. čl. 3. st. 2. ZPDD-a, opće pravilo (eng. *general principles*) 3. *City Code on Takeover and Mergers, 1968. trinaesta verzija 2021.*, čl. 3. st. 1. (c) Direktive 04/25 Europskog parlamenta i Vijeća od 21. 4. 2004 o ponudama za preuzimanje (nadalje Direktiva 04/25).

⁴ Čl. 42. st. 1. ZPDD-a, Pravilo 9. st. 1. City Code, čl. 9. st. 1. Direktiva 04/25.

⁵ Takvo je stajalište iznijela Visoka skupina stručnjaka za pravo društava u okviru tzv. Winterova izvješća. Više o tome vidi: Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch, *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford, 2004., str. 573.

⁶ To mogu, sukladno odredbi čl. 278. st. 1. ZTD-a, učiniti i dioničari koji imaju dionice na koje otpada najmanje 5% temeljnog kapitala društva.

⁷ Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine br. 111/93, 34/99, 121/99 - vjerodostojno tumačenje, 52/00- Odluka Ustavnog suda RH, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22. (dalje: ZTD).

⁸ Tako Petrović, S., Ceronja, P., *Osnove prava društava*, Zagreb, 2018., str. 128.

⁹ Prvotno je u ZTD-u bio uređen samo dualistički ustroj, a s obzirom na ukorijenjenost takvog tipa uređenja u kontinentalnoj pravnoj tradiciji. Zakonom o izmjenama i dopunama ZTD-a iz 2007. je uvedena mogućnost ustroja i na monističkoj osnovi, prije svega imajući u vidu zahtjeve

Nacionalni zakoni kojim se uređuje dioničko društvo u razmatranim pravnim porecima jesu *sedes materiae* za određivanje ovlaštenja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora. Nakon objave javne ponude za preuzimanje (tzv. ponudbeno razdoblje) postupanje upravljačke strukture ciljnog društva dodatno se uređuje odredbama prava preuzimanja.

S obzirom na stajalište poslovnog organa ciljnog društva o objavljenoj ponudi i ponuditelju razlikuje se prijateljsko od neprijateljskog preuzimanja. U prvom je slučaju riječ o blagonaklonom pogledu i djelovanju bez otpora, dok se u drugom slučaju uprava odnosno upravni odbor protive ponudi i ponuditelju i u pravilu posežu za nekom od protupreuzimateljskih mjera kojima bi se moglo osujetiti ili otežati preuzimanje. Profilaktičke mjere se mogu postavljati prije javne objave ponude za preuzimanje (tz. preventivne mjere), kao i tijekom preuzimateljskog razdoblja (tz. represivne mjere), koje ovisno o okolnostima postojanja konkurentске ponude ili protuponude može potrajati i do 60 dana.¹⁰

2.2. Postupanje uprave odnosno upravnog odbora u ponudbenom razdoblju

Članovi uprave, odnosno izvršni direktori dužni su postupati u skladu s pravilom slobodne poslovne prosudbe i za vrijeme ponudbenog razdoblja skrbiti o zaštiti interesa društva. Taj interes obuhvaća interes dioničara, interes zaposlenih i opći interes koji ciljno društvo ne smije povrijediti, jer inače može doći do primjene propisanih sankcija, što opet šteti društvu.¹¹ Ovlasti uprave, odnosno upravnog odbora u tom za ciljno društvo posebnom, a ponekad i traumatičnom razdoblju, dodatno se uređuju propisima prava preuzimanja. Odredbama o ograničenju djelovanja upravljačke strukture sužava se prostor njihovog protupreuzimateljskog djelovanja. Zabranu osujećenja ponude za preuzimanje zakonodavac uzdiže na razinu najviših pravnozaštitnih vrednota koje bi ZPDD trebao štiti. Uvjet za ostvarenje takve zadaće bio je zadiranje u izvorne ovlasti poslovnog organa propisane ZTD-om.

Od trenutka zaprimanja obavijesti o objavi javne ponude, ili njezine objave bez zaprimanja navedene obavijesti, započinje ponudbeno razdoblje koje traje do objave izvješća o preuzimanju. To razdoblje traje između 28 i 60 dana.¹² Ponuditelj iščekuje da će uspjeti otkupiti značajan dio dionica po ponudenoj cijeni, a uprava, odnosno upravni odbor može u svojem obvezatnom mišljenju o prikladnosti ponude kritizirati naknadu za otkup dionica ili se, pak, izravno sukobiti s ponuditeljem postavljajući obrambene mjere. Dioničari kao adresati ponude za preuzimanje tijekom ponudbenog razdoblja imaju dodatne brige zbog tzv. zatvoreničke dileme: ostati u društvu i čekati povoljniju ponudu ili prodati svoje dionice po ponudenoj cijeni. Kada se prijateljski ponuditelj dogovara s upravljačkom strukturom ciljnog društva o uvjetima ponude, napetost je znatno manja. Za članove uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora to je zahtjevnije razdoblje jer oni svoje djelovanje, određeno propisima prava društava, moraju prilagoditi strogim pravilima o ograničenju njihovog djelovanja iz ZPDD-a. Nakon objave javne ponude za preuzimanje, ciljno društvo „normalno“ posluje i sudjeluje u pravnome

usklađenja hrvatskog prava s europskom pravnom stečevinom. Tako Barbić, Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I, Zagreb, 2010., str. 651. i 652.

¹⁰ Arg. ex čl. 28. st. 1. i st. 4. ZPDD-a.

¹¹ U vođenju poslova društvo mora postupati tako da ne slijedi samo neki od tih interesa, primjerice jedino interes dioničara. Pritom su granice postavljene obvezom uprave da se brine o trajnoj rentabilnosti poslovanja, a ne da ide samo za kratkoročnim stjecanjem dobiti. Više o tome vidi Barbić, J., op. cit. u bilj. 9, str. 710.

¹² Čl. 28. st. 1. i st. 4. ZPDD-a.

prometu, a direktori društva moraju, u skladu s pravilom poslovne prosudbe, postupati u najboljem interesu društva, tako da skrbe o ispunjenju dospjelih obveza društva, zadržavanju ili poboljšanju tržišnog položaja, pregovaraju s poslovnim partnerima i/ili sklapaju nove poslove i sl. Ali, takvim postupanjem direktori mogu povrijediti ili zaobilaziti stroge odredbe o ograničenju njihovog djelovanja iz ZPDD-e. Problem povećava i činjenica da će u slučaju uspjele ponude za preuzimanje neprijateljski preuzimatelj, čim mu to bude omogućeno htjeti zamijeniti postojeće članove upravljačke strukture, pa su oni i osobno zainteresirani za protivljenje ponuditelju i zadržavanje svog položaja. Pravnopolitički cilj dodatne zaštite manjinskih dioničara, tako da im se nakon promjene kontrolnog dioničara osigura mogućnost da samostalno odluče o ponudi, sadržan u čl. 3. točki 2. općih načela ZPDD-a, normativno se konkretizira prvenstveno u zakonskim odredbama o ograničenju djelovanja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora tijekom ponudbenog razdoblja. U odredbama čl. 42. ZPDD-a kao *numerus clausus* propisan je popis mjera koje uprava, upravni odnosno nadzorni odbor ne smije poduzeti, bez izričitog odobrenja glavne skupštine ciljnog društva.¹³ Zabranjene radnje, nomotehnički oblikovane u pet točaka jesu: 1. povećanje temeljnog kapitala, 2. sklapanje poslova izvan redovitog poslovanja ciljnog društva, 3. djelovanje na način koji bi mogao ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva, ili sklapanje poslova koji bi mogli ozbiljnije ugroziti daljnje poslovanje ciljnog društva, 4. odlučivanje o stjecanju i raspolaganju vlastitim dionicama ciljnog društva, ili vrijednosnim papirima koji daju pravo na te dionice i 5. djelovanje na način koji bi imao za cilj ometanje ili onemogućavanje ponude za preuzimanje. Ta snažna neutralizacija uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora, implicira intervenciju u unutarnji ustroj dioničkog društva, a posebno u koncept raspodjele djelokruga i ovlasti organa toga društva.¹⁴ Nije li snažna intervencija u djelokrug i ovlasti organa ciljnog društva neodmjereno i presnažno zadiranje u materiju koja je uređena propisima iz domene prava društava? Potvrđan odgovor na navedeno pitanje obrazložiti će se u nastavku rada.

Na više mjesta u ZPDD-u su propisane obveze ciljnom društvu da trećima pruža obavijesti, odnosno da ih izvješćuje.¹⁵ Uprava je tako dužna: a) informirati predstavnike radnika o sadržaju obavijesti o objavljivanju ponude za preuzimanje, i to bez odgode nakon što ta obavijest bude objavljena putem burze, b) omogućiti ponuditelju na njegov zahtjev, a nakon što za njega nastane obveza objavljivanja ponude, uvid u podatke koji se odnose na dioničare i dionice ciljnog društva i c) dioničaru koji to zahtijeva, odmah nakon objavljivanja ponude za preuzimanje, pružiti sve informacije kojima raspolaže u svezi s javnom ponudom, a isto vrijedi i u slučaju da se ponuda izmijeni.¹⁶

Ciljno društvo, odnosno njegova uprava, upravni odnosno nadzorni odbor dužni su surađivati i s Hrvatskom agencijom za nadzor financijskih usluga (HANFA) i bez odgode joj dati obavijest o tome je li upoznata s nakanom neke osobe da preuzme ciljno

¹³ Čl. 42. st. 1. ZPDD-a.

¹⁴ Više o tome vidi Parać, Z., Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu, br. 4, 2003., str. 51.

¹⁵ Kada to čini, ZPDD ne predviđa posebno koji su organi ciljnog društva to dužni činiti, a s obzirom na to da navedene obveze spadaju u klasične ovlasti uprave, odnosno izvršnih direktora, pa za takvo što nije bilo potrebe. Ovlast izvješćivanja i obavješćivanja redovito se propisuje u brojnim zakonima, a ne samo u ZTD-u, pa okolnost da navedene ovlasti, odnosno obveze propisuje ZPDD ne utječe na njihovu kvalifikaciju kao klasičnih ovlasti uprave, odnosno izvršnih direktora. Navedene ovlasti uprave, odnosno izvršnih direktora, katkada se propisuju kao obveze da se izvješćuje druge organe u društvu, a katkada da se izvješćuje treće osobe. Više o tome vidi Barbić, J., op. cit. u bilj. 9, str. 718.

¹⁶ Arg. ex čl. 11. st. 2., čl. 15 i čl. 27. st. 4. ZPDD-a.

društvo, a na HANFA-in zahtjev dostaviti isprave, očitovanja i izjave koje ona smatra potrebnima za provođenje nadzora zakonitosti.¹⁷ Najznačajnija dužnost organa ciljnog društva u sferi obavješćivanja u periodu preuzimanja propisana je u čl. 41. ZPDD-a tiče se izrade, odnosno objave obrazloženog mišljenja uprave o ponudi za preuzimanje. Nametanjem ove obveze upravi ciljnog društva postiže se tzv. simetrija u obavješćivanju dioničara ciljnog društva, a s obzirom na to da dioničari time u odlučivanju oko prihvata ponude nisu vezani isključivo podacima koje daje preuzimatelj, pa im se tako olakšava izbor. Od uprave se stoga očekuje da daje sveobuhvatnu analizu ponude za preuzimanje, u kojoj će izraziti svoj obrazloženi stav o relevantnim činjenicama i preuzimateljevim planovima koji proizlazi iz ponude, ali i iz drugih izvora, pri čemu su njeni članovi dužni postupati s pozornošću urednih i savjesnih voditelja poslova, vodeći pritom računa o interesima (svih) dioničara, zaposlenika, odnosno općenito ciljnog društva, a zanemarujući svoje osobne interese u preuzimanju društva. Mišljenje uprave istodobno nije obvezujuće za dioničare, pa će oni u konačnici sami prosuditi o ponudi, imajući u vidu prije svega vlastite interese, a ključan je osvrt na primjerenost naknade. Za radnike će, pak, od prvorazrednog značaja biti ponuditeljevi strateški planovi glede ciljnog društva te moguće posljedice provedbe tih planova na njihov radnopravni status u društvu.¹⁸

2.3. Pravilo neutralnosti upravljačke strukture ciljnog društva

Pravilo neutralnosti uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora ciljnog društva polazi od toga da su samo dioničari ciljnog društva pozvani odlučivati o ponudi, pa da prema tome u tzv. ponudbenom razdoblju upravljačka struktura ciljnog društva treba ograničiti svoje djelovanje na potrebni minimum, kako ne bi ometali preuzimanje odnosno kojima bi se mogao onemogućiti uspjeh ponude za preuzimanje. Navedeno je načelo zdušno promicala Europska komisija pri izradi prijedloga Direktive 04/25, smatrajući da je usvajanje ovoga, izvorno britanskog, načela nužno radi stvaranja jedinstvenoga europskog tržišta kapitala.¹⁹ Slijedeći britanski uzor²⁰ naš zakonodavac gotovo doslovno preuzima pravilo neutralnosti. Odstupanje čl. 42. ZPDD-a od općeg prisil-

¹⁷ *Arg. ex* čl. 11. st. 3., čl. 12. st. 3. i 47. st. 2. ZPDD-a.

¹⁸ Zanimljivim se čini obrazloženo mišljenje uprave Kraš d.d.-a u kojem se radi dugoročnog interesa društva i održanja radnih mjesta sugerira dioničarima koji su ujedno i radnici ciljnog društva da prilikom natjecanja dvaju ponuditelja prihvate nižu ponudu. Uspješno provedenom postupku preuzimanja Kraša d.d.-a od strane Mesne industrije Braće Pivac d.o.o. (dalje: MIBP) za ovo, po svemu sudeći prijateljsko preuzimanje, od presudne važnosti se pokazalo to što su radnici Kraša držali dionice s udjelom od 18,44% u temeljnom kapitalu Kraša, te što je uprava Kraša svojim obrazloženim mišljenjem o ponudi MIBP-a zdušno poduprla preuzimanje od strane MIBP-a. Više o tome vidi (<http://www.poslovni.hr/burze/mi-braca-pivac-na-kraju-platila-kras-duplo-od-pocetne-ponude-u-rujnu-359908>). Pregledano 10. prosinca 2021.

¹⁹ Tome su se u Parlamentu EU oštro usprotivile protekcionistički nastrojene kontinentalne države predvođene Njemačkom, zagovarajući pravilo tzv. ublaženog djelovanja uprave i nadzornog odbora. Predstavnici tih država u Europskom vijeću i Europskom parlamentu upozoravali su kako načelo neutralnosti uprave onemogućuje ciljnim društvima da se, između ostalog, učinkovito brane od neprijateljskih preuzimanja pokrenutih od strane izvan europskih trgovačkih društava, a što predstavlja veliku prijetnju za nacionalno gospodarstvo. Početkom 2000-ih godina navedena strana društva dolazila su iz SAD-a. Tako Jurić, D., Zubović, A., Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva u postupku preuzimanja dioničkog društva, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, br. 1, 2009. str. 313.

²⁰ Usporedi s pravilom 21.1. *The City code on Take-overs and Mergers*. Dostupno na: www.citycode.uk, pregledano 11. prosinca 2021.

nopranog režima iz čl. 252. ZTD-a pravno-politički je opravdano²¹, ali nužno je razmotriti pitanje je li pretjerana pasivizacija uprave odnosno upravnog odbora opravdana odnosno usklađena s ustavnopravnim načelima primjerenosti i razmjernosti. Neprijeporno je da pasivnošću upravljačke strukture ciljna društva bivaju „lake mete“ preuzimanja, pa njihove dionice kao objekt ponude za preuzimanje na uređenom tržištu, i bez otpora i borbe za poboljšanje ponudbenih uvjeta, mogu olako prijeći „u ruke“ novog kontrolnog dioničara. Puka izmjena članova u dioničkom društvu, *prima facie*, ne bi smjela utjecati na identitet ciljnog društva, niti bi se time moglo ugroziti interese društva. To u pravu dioničkih društava utvrđeno načelo trebalo bi važiti i kod dramatičnih promjena u strukturi dioničara, tj. kada se mijenja kontrolni dioničar ciljnog društva.

Je li u interesu dioničkog društva da postojeći kontrolni dioničar (ili dioničari) trajnije održava dosegnutu moć u društvu, na temelju držanja dionica s pravom glasa? Može li se uprava odnosno upravni odbor uplitati u odnose između dioničara, tako da ponuditelju koji je ujedno i dioničar ciljnog društva postavlja zapreke, koje ga mogu omesti na putu da postane novi kontrolni dioničar? Je li obrana od neprijateljskog preuzimanja u interesu ciljnog društva ovisi o okolnostima, vrsti i intenzitetu pojedine mjere, i učincima na partikularne interese u ciljnog društva. U slučaju neprijateljskog preuzimanja javljaju se tenzije i interesni sukobi između različitih interesnih grupa. Kontrolni dioničar, ili ponuditelj koji to želi postati, ima interese koji su različiti od interesa manjinskih dioničara u pogledu ponuđene otkupne cijene za dionice ciljnog društva. Ako je nepoželjan, *ipso facto*, je u sukobu s postojećom upravljačkom strukturom, a ako će smanjivati prava zaposlenika ciljnog društva, to može izazvati radnički otpor koji se može negativno odraziti na tekuće poslovanje ciljnog društva.²² Je li postavljanje obrambenih mjera u interesu ciljnog društva trebali bi procijeniti članovi uprave, odnosno upravnog odbora, sukladno pravilu poslovne prosudbe na temelju analiza mogućih učinaka preuzimanja na budući razvoj ciljnog društva i utjecaja na njegove dioničare i zaposlenike. Pri tom je važno procijeniti prikladnost ponudbene cijene, kao i predviđeti njezino kretanje u budućnosti. Ako se, primjerice, iz ponudbene dokumentacije ili drugih izvora procijeni da ponuditelj nema potrebnu likvidnost ni dostatna vlastitih sredstva da provede zacrtane poslovne planove, uprava odnosno upravni odbor trebali bi moći postavljati obrambene mjere radi osujećenja ugroze daljnjeg razvoja ciljnog društva. Posebno su opasni pokušaji preuzimanja radi sanacije preuzimatelja iz sredstva ciljnog društva, ili uključivanja ciljnog društva u preuzimateljev koncern sa ciljem da ga se oslabi i sl. Kako je poslovodni organ dužan skrbiti o interesima ciljnog društva, njegovih dioničara i zaposlenika, prijeteća opasnost za radna mjesta ili ugrožavanje stečenih radničkih prava mogla bi biti legitiman razlog primjene obrambenih mjera.

Vodeći poslove s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika, članovi uprave dužni su ispunjavati postojeće obveze. Što ako se pri tome ometa ponuditelja? Hoće li se radi navedenog izriječkom propisnog ograničenja djelovanja zastati s ispunjavanjem dospjelih obveza i čekati svršetak ponudbenog razdoblja? Ako se naglo pojavi izgledno dobar posao za društvo, a čijim bi se sklapanjem moglo ometati ponuditelja, mora li on to odbiti zbog striktnog pravila neutralnosti? Ako se dobra poslovna prilika pojavi tijekom ponudbenog razdoblja, ali se ne može podvrći pod statutom utvrđeni predmet

²¹ Više o tome vidi Miladin, P., Protuponuditeljske mjere prema Nacrtu zakona o izmjenama i dopunama Zakona o preuzimanju dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, broj 3., 2018. str. 1337.

²² Zaposlenici ciljnog društva zaštićeni su nacionalnim propisima radnog prava, a odredbama prava preuzimanja prvenstveno se uređuje odnos između izravnih sudionika u postupku preuzimanja. Radnici mogu biti adresati ponude za preuzimanje samo ako su ujedno i dioničari ciljnog društva.

poslovanja, hoće li se nakon zabrane sklapanja pravnih poslova izvan redovnog poslovanja ciljnog društva, propisane u odredbi čl. 42. st. 1. i st. 2. ZPDD-a, takva prilika propustiti? Doduše, u primjerice navedenim slučajevima uprava odnosno upravni odbor mogu pokrenuti sazivanje izvanredne glavne skupštine i tražiti njezino odobrenje za poduzimanje takvih radnji. Premda je ZPDD skratio rok za sazivanje glavne skupštine,²³ takvo otezanje u poslovnom svijetu može značiti gubitak prilike.

Radikalno smanjivanje ZTD-om utvrđenih poslovnih ovlasti uprave odnosno upravnog odbora i njihovo prenošenje na glavnu skupštinu tijekom ponudbenog razdoblja može ozbiljno ugroziti interese ciljnog društva. Svođenjem aktivnosti članova uprave odnosno upravnog odbora na puko „tehničko“ održavanje ciljnog društva u poslovnom životu može štetiti njemu, njegovim dioničarima i zaposlenicima. Propisana je oštra sankcija za slučaj da se članovi uprave odnosno upravnog odbora ne podvrgnu zahtjevima navedene odredbe o ograničenju njihova djelovanja iz ZPDD-a. Ništetnost svih odluka odnosno aktivnosti kojima se ometa ili onemogućuje ponuda za preuzimanje²⁴ samo su ohrabrenje nepoželjnim ponuditeljima da mogu tijekom postupaka preuzimanja bez otpora i smetnji provući svog trojanskog konja. Troškove preuzimanja takvi preuzimatelji mogu nakon uspostavljanja kontrole nad ciljnim društvom svaliti na to društvo i tako se refinancirati.

Dogma o autonomiji dioničara ciljnog društva da samostalno odluče o ponudi može se lako opovrći činjenicom da se, neovisno o obrambenim mjerama, na uređenom tržištu vrijednosnih papira ne može omesti dioničare ciljnog društva da slobodno trguju svojim dionicama.²⁵ Stoga nije opravdano da se radi osiguranja dodatne preuzimateljske rente manjinskim dioničarima, ciljno društvo tijekom ponudbenog razdoblja lišava svoga strategijskog djelovanja. Neprimjereno je i *de lege lata* pravno neopravdano takvo oštro zadiranje u ovlasti poslovnog organa ciljnog društva, jer se pravopolitički cilj zaštite manjinskih dioničara, odnosno njihove slobode da prodaju svoje dionice za možda i bolju otkupnu cijenu, koju nudi ponuditelj, nego li je njihov trenutni tečaj na uređenom tržištu, može postići i manjim uplitanjem u materiju prava društava o ovlastima organa ciljnog društva. Propisivanje rigidnog pravila neutralnosti posljedica je krivog poimanja učinaka preuzimanja na ciljno društvo, njegove dioničare i zaposlenike. U logičkom silogizmu dopustivosti obrambenog djelovanja kriva je premisa da je postavljanje obrambenih mjera za ciljno društvo negativno.²⁶ Učinak protupreuzimateljskih

²³ Glavna skupština ciljnog društva koja će odlučivati o mogućem obrambenom djelovanju njegove upravljačke strukture može se sukladno odredbi čl. 42. st. 3. ZPDD-a sazvati najkasnije četrnaest dana prije dana održavanja.

²⁴ Čl. 42. st. 6. ZPDD-a.

²⁵ Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18, propisuje ograničenja glede: a) raspolaganja povlaštenim informacijama, b) manipulacije tržištem, i c) davanje preporuka. Ograničenja se očituju u propisanim zabranama i obvezama koje se odnose na: a) aktivnosti u Republici Hrvatskoj ili izvan nje koje se odnose na financijske instrumente izvršene na uređeno tržište koje se nalazi ili posluje u Republici Hrvatskoj ili na financijske instrumente za koje je podnesen zahtjev za izvršenje na takvo tržište, b) aktivnosti u Republici Hrvatskoj koje se odnose na financijske instrumente izvršene na uređeno tržište u državi koja nije država članica Europske unije ni potpisnica Ugovora o europskom gospodarskom prostoru ili na financijske instrumente za koje je podnesen zahtjev za izvršenje na takvo tržište, i c) aktivnosti u Republici Hrvatskoj koje se odnose na financijske instrumente izvršene na uređeno tržište u drugoj državi članici Europske unije i potpisnici Ugovora o europskom gospodarskom prostoru ili financijske instrumente za koje je podnesen zahtjev za izvršenje na takvo tržište. Više o tome vidi Barbić, J., op. cit. u bilj. 9, str. 455-456.

²⁶ O učincima obrambenih mjera na ciljno društvo, njegove dioničare i zaposlenike u literaturi

mjera na partikularne interese u ciljnom društvu ovisi o motivima njihovog poduzimanja, te vrsti i jačini pojedine mjere.

De lege lata nije primjereno ni propisivanje načina kojim se glavna skupština upliće u poslovodne ovlasti uprave tijekom ponudbenog razdoblja. Sukladno odredbi čl. 42. st. 2. ZPDD-a odluke uprave ili nadzornog odbora donesene prije objave javne ponude, a koje u cijelosti nisu provedene, moraju prije provedbe dobiti dodatno odobrenje glavne skupštine ciljnog društva, osim ako se radi o odlukama koje spadaju u redovito poslovanje ciljnog društva, a njihova provedba ne bi mogla ometati ili onemogućiti ponudu za preuzimanje. Sukladno odredbi čl. 42. st. 3. ZPDD-a radi mogućeg odlučivanja glavne skupštine rok za njeno sazivanje se skraćuje na četrnaest dana prije održavanja. Glavnoj skupštini se tako dopušta da tijekom ponudbenog razdoblja upravi, odnosno upravnom odboru daje ili uskraćuje suglasnost za poduzete radnje ili radnje koje su se nakanile poduzeti. Time se dopušta da glavna skupština svojim odlukama izravno utječe na vođenje poslova ciljnog društva. Uplitanje glavne skupštine u poslovodne ovlasti uprave, odnosno upravnog odbora tijekom ponudbenog razdoblja nije opravdano ni primjereno zadiranje u ovlasti organa u društvu propisane ZTD-om. To se ne bi moglo opravdati interesima ciljnog društva, jer se zabranom provođenja nekih poslovodnih odluka mogu umanjiti poslovne prilike društva te mu se tako nanijeti šteta. Primjerenije bi bilo sprječavanje djelovanja uprave u ponudbenom razdoblju prepustiti nadzornom odboru čiji članovi u pravilu bolje od dioničara poznaju stanje u društvu i zato će moći bolje prosuditi je li djelovanje uprave *in concreto* u interesu ciljnog društva.

Propisivanje sadržano u općim načelima ZPDD-a, da „ciljno društvo ne smije duže vrijeme od predviđenog biti spriječeno u svom poslovanju“,²⁷ može biti u suprotnosti s interesima društva. Zakonodavac drži prihvatljivim, da tijekom ponudbenog razdoblja, koje može trajati i 60 dana, a ako se pojavi konkurentna ponuda i dulje, budu ugroženi interesi ciljnog društva, jer se ograničavanjem djelovanja njegovog poslovodnog organa, može susprezati poslovanje društva. Time se u današnjem dinamičnom poslovnom okruženju ugrožava položaj društva u tržišnom natjecanju. Takvo nekritično podilaženje interesima preuzimatelja i interesima dioničara ciljnog društva da ostvare preuzimateljsku premiju, može izravno ugroziti poslovanje ciljnog društva, što se poput vodenog vala širi na zaposlenike i vjerovnike društva, a može biti ugrožen i buduća cijena njegovih dionica.

De lege ferenda bi odredbu o ograničenju djelovanja upravljačke strukture tijekom ponudbenog razdoblja trebalo mijenjati ugledajući se u pravo koje je uzor u pravu društava. Njemačko rješenje o ublaženom pravilu neutralnosti primjereno je našem pravnom poretku jer je unutarnji ustroj organa i njihovih ovlasti vrlo sličan, a djelovanje regulatornih i nadzornih tijela HANFA-e i Saveznog ureda²⁸ strogo je formalizirano. Sadašnji uzor u kreiranju propisa o ograničenju nadležnosti upravljačke strukture, pravilo 21. *City Code*-a nije dobro rješenje.²⁹ Osiguravanje uvjeta za redovno poslovanje ciljnog

ne postoje jedinstvena stajališta. Ponekad oni mogu djelovati blagotvorno, a ponekad razorno na interese sudionika u preuzimanju. Više o tome vidi Dimke, A. W., *Neutralitätspflicht und Übernahme-gesetz*, Peter Lang, 2007., str. 46. i dalje.

²⁷ Čl. 3. t. 4. ZPDD-a.

²⁸ Njem. *Bundesanstalt*.

²⁹ Ne samo da se unutarnji ustroj organa i njihovih ovlasti uređen *Companies Act*-om 2006. razlikuje od rješenja sadržanih u ZTD-u, pa su radi toga i sudska praksa i pravna književnost manje primjenjivi i korisni za razvoj našeg prava, u odnosu na njemačko pravo, nego se i ustroj, djelo-

društva, trebalo bi uravnotežiti s onemogućavanjem protupreuzimateljskog djelovanja upravljačke strukture ciljnog društva. Primjerenu ravnotežu njemački je zakonodavac razriješio propisivanjem načela u § 33. st. 1. *Webrtpapiers und Übernahme Gesetz (WpÜG)* uprava ciljnog društva tijekom ponudbenog razdoblja ne smije poduzimati radnje koje bi mogle osujetiti uspjeh ponude.³⁰ To se ne odnosi na radnje koje bi poduzeo uredan i savjestan član uprave nekog društva koje nije izloženo ponudi za preuzimanje. Takvim se općenitim propisivanjem osigurava nesmetano poslovanje društva tijekom ponudbenog razdoblja. Članovi uprave kao savjesni i uredni gospodarstvenici mogu poduzimati radnje koje spadaju u redovno, ali i u izvanredno posloводство ako je to u interesu društva. Pored općenito propisanog izuzetka od zabrane ometanja izrijeckom se propisuje da uprava može poduzimati sve protupreuzimateljske radnje ako za to dobije suglasnost nadzornog odbora, a dopušteno joj je tražiti i konkurentsku ponudu.³¹

3. Moguće represivne mjere obrane ciljnog društva u hrvatskom pravu

3.1. Općenito

Ciljno se društvo može od nepoželjnih ponuditelja štititi *pro futuro* poduzimanjem strukturnih, kapitalnih i personalnih mjera protiv apstraktnog ponuditelja. Ako te mjere ne odvrte ponuditelja od objave javne ponude, društvu preostaje *ad hoc* zaštita tijekom ponudbenog razdoblja. U pretponudbenom razdoblju ciljno društvo može poduzimati protupreuzimateljske mjere dopuštene propisima nacionalnog prava društava i prava tržišta kapitala. Cilj je tih mjera učvrstiti postojeći odnos moći u ciljnom društvu i odvratiti budućeg ponuditelja od pokušaja da postane novi kontrolni dioničar. Te mjere, iako poduzete ranije, mogu tijekom ponudbenog razdoblja olakšati upravljačkoj strukturi ciljnog društva obranu od nepoželjnog preuzimatelja.

Tijekom ponudbenog razdoblja poslovodni organ ciljnog društva može svojim djelovanjem ometati ponuditelja u nakani stjecanja dionica ciljnog društva. Takvo ometanje može oduljiti postupak preuzimanja, uzrokovati povećanje ponudene cijene, a u konačnici uzrokovati izjavljivanje ponude za preuzimanje, odnosno dovesti do ponuditeljevog neuspjeha. Naime, tek kada ponuditelj stekne dostatnu glasačku moć u glavnoj skupštini ciljnog društva omogućuje mu se provedba planiranih poslovodnih, financijskih i industrijskih ciljeva u vezi s ciljnim društvom. Konačni je uspjeh preuzimanja nepredvidljiv, a na njega može sudbinski utjecati postupanje uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora tijekom ponudbenog razdoblja.

Represivne protupreuzimateljske mjere poduzimaju se samo prilikom neprijateljskog preuzimanja. Kod prijateljskog preuzimanja upravljačka struktura ciljnog društva se ne suprotstavlja ponudi i djeluje blagonaklono prema ponuditelju. Preuzimanje kao

vanje i nadležnost *Panela*, kao regulatornog i nadzornog tijela u britanskom pravu preuzimanja značajno razlikuje od našeg i njemačkog prava. *Panel* ima veliku slobodu u primjeni pravila *City Code-a*, izravnije surađuje sa sudionicima na tržištu kapitala, a svoje odluke nerijetko donosi pozivajući se na dotadašnju praksu, što je u duhu britanskog precedentnog prava.

³⁰ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert durch Artikel 2 Absatz 46 des Gesetzes vom 22. Dezember 2011 (BGBl. I S. 3044).

Više o tome vidi Haarmann, W., Schüppen, M., Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, Frankfurt am Main, 2005., § 33. rbr. 20.

³¹ § 30. st. 1. *WpÜG*.

ukupnost privatnopravnih poslova između ponuditelja i dioničara ciljnog društva koji prihvate ponudu za preuzimanje, *prima facie* ne bi trebalo ugrožavati interese zaposlenih ili vjerovnika ponuditelja ili ciljnog društva. Ali, ako ponuditelj postane novi kontrolni dioničar, može iskoristiti svoju glasačku moć na glavnoj skupštini ciljnog društva i promijeniti njegove strateške ciljeve i usmjerenja, što ponuditelju olakšava uvrštavanje ciljnog društva u koncern.³² Poslovodni organ ciljnog društva treba unutar granica ovlasti koje su propisane pravom društava, štiti interese ciljnog društva, a to uključuje interese njegovih dioničara i zaposlenika. Radi toga može samostalno i/ili, uz prethodno ili *ad hoc* odobrenje glavne skupštine ili nadzornog odbora, poduzimati mjere koje mogu ponuditelja zasmetati u nakanjenom stjecanju dionica ciljnog društva.

Granice obrambenog djelovanja upravljačke strukture i dopustivost miješanja u privatnopravne odnose između ponuditelja i dioničara ciljnog društva, tijekom ponudbenog razdoblja dodatno se uređuju propisima nacionalnog prava preuzimanja. Ograničenjem djelovanja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora utvrđenim u tzv. pravilu neutralnosti upravljačke strukture i objavom obrazloženog mišljenja o ponudi za preuzimanje, nadopunjuju se i modificiraju opće odredbe prava društava o postupanju uprave odnosno upravnog odbora.³³ U općim načelima ZPDD-a utvrđuje se da su članovi uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora ili izvršni direktori u razdoblju provođenja postupka preuzimanja dužni postupati u najboljem interesu ciljnog društva, a posebnim propisima uređeno smanjenje djelokruga postupanja upravljačke strukture ne bi trebalo nadomjestiti ili isključiti primjenu općih pravila prava društava.³⁴

Poslovodni je organ ciljnog društva i nakon objave ponude za preuzimanje dužan postupati u skladu s načelom praktičnog usuglašavanja interesa ciljnog društva, njegovih dioničara i zaposlenika. U interesnom sukobu treba hijerarhijski štiti ponajprije ciljno društvo, a zatim, sukladno načelu jednakog položaja dioničara u društvu, dioničare, a na kraju i zaposlenike, koji se dodatno štite propisima radnog prava.

Kod obvezne su ponude interesi ponuditelja u pravilu suprostavljani interesima manjinskih dioničara. Kada postojeći dioničar samostalno ili s osobama koje s njim zajednički djeluju prijeđe kontrolni prag, *ipso iure* postaje obvezni ponuditelj koji svim dioničarima mora ponuditi otkup dionica ciljnog društva u skladu propisanim kriterijima za utvrđivanje cijene. Njegov je interes da za što manju cijenu preuzme što veći broj dionica.

Poslovodni organ ciljnog društva je kao upućeni trgovac³⁵ koji ima pristup selektivnim informacijama i podacima dužan manje upućene dioničare obavijestiti o stanju u društvu, ali i obrazložiti svoje stajalište o prikladnosti konkretne ponude.³⁶ Pri tome ne može ostati potpuno neutralan jer se mora javno izjasniti o tome podržava li ili ne podržava prihvatanje ponude, a svoj stav mora i valjano obrazložiti. Kada ocijene da konkretna ponuda s motrišta interesa ciljnog društva i njegovih dioničara nije prihvatljiva, članovi uprave odnosno upravnog odbora moraju iznijeti svoje stajalište u obrazloženom mišljenju. Pritom mogu dioničarima ciljnog društva preporučiti da prihvate ponudu, ili ih

³² Tako: Nippingen, A., Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten, Aachen, 2005., str. 114.

³³ Tako: Mülbelt/Kierm/Witting, 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Frankfurt am Main, 2012., str. 149. i dalje.

³⁴ *Ibidem.*

³⁵ O položaju članova uprave, odnosno upravnog odbora kao upućenih trgovaca vidi više: Maurović, Lj., Trgovanje upućenih u preuzimanju dioničkih društava – mogućnosti i regulativa, Hrvatska pravna revija, br. 4., 2006., str. 35.

³⁶ Više o tome vidi: Nippingen, A., op. cit. u bilj. 38, str. 122.

kritiziranjem ponude savjetovati da to ne učine. U slučaju negativnog mišljenja o ponudi upravljačka se struktura ciljnog društva može aktivnim obrambenim mjerama suprotstaviti konkretnom ponuditelju. Svrhovito obrambeno djelovanje može uzrokovati povećanje preuzimateljske premije³⁷ koja se ne bi postigla bez obrambenog postupanja uprave odnosno upravnog odbora, a može ciljnom društvu otvarati dodatne perspektive koje su do tada bile zatomljene. S druge strane, žešći otpor upravljačke strukture može “otjerati”³⁸ nepoželjnog ponuditelja i time onemogućiti dioničare ciljnog društva da samostalno odluče o ponudi, odnosno da ostvare preuzimateljsku premiju koja se može smanjiti po prestanku ponudbenog razdoblja. Zestina protivljenja nepoželjnom ponuditelju određena je istovremeno odredbama prava društava o postupanju upravljačke strukture i posebnim pravilima prava preuzimanja o ograničenju njezinog djelovanja. I tijekom ponudbenog razdoblja zabranjeno je postupanje koje šteti interesima ciljnog društva.

Obrambena mjera mora biti poduzetnička odluka kojom se bez prevelikog rizika djeluje na dobrobit ciljnog društva, a odluka se mora donijeti na temelju primjerenih informacija, bez sukoba interesa i u dobroj vjeri. Aktivno protivljenje nepoželjnom ponuditelju može blagotvorno utjecati na gospodarske interese adresata ponude jer se tako ponuditelja može nagnati da poveća cijenu za otkup dionica, odnosno ponudi veću preuzimateljsku premiju. Takav se pozitivni ishod poduzimanja represivnih obrambenih mjera, međutim ne mora uvijek ostvariti. U krajnjem slučaju pretjerano oštar otpor upravljačke strukture ciljnog društva može nagnati ponuditelja na odustajanje od ponude, a dioničare se u tom slučaju lišava mogućnosti da se okoriste preuzimateljskom premijom koja se ne plaća prilikom „običnih“ transakcija na uređenom tržištu.

U nastavku će se razmotriti preventivne obrambene mjere koje su primjenjive u hrvatskom pravu.

3.2. Kritika ponude i ponuditelja

Poslovodni je organ ciljnog društva dužan izraditi obrazloženo mišljenje o ponudi i ponuditelju.³⁹ Obveza izrade obrazloženog mišljenja proizlazi iz dužnosti uprave odnosno upravnog odbora da čuva interese društva i dioničara. Ta obveza podrazumijeva opredjeljenje za ili protiv ponude i/ili ponuditelja, a to znači da poslovodni organ ne može biti potpuno nepristran. Opredjeljivanje ne znači miješanje u odnose između dioničara i ne protivi se zabrani izravnog zadiranja u odnose između dioničara u društvu, već se adresati ponude za preuzimanje kao “manje upućene” osobe samo obavještavaju i savjetuju. Direktori ciljnog društva s obzirom na njihov položaj u poslovodnom organu moraju, ili bi morali, znati povjerljive informacije i poslovne tajne društva, na temelju kojih mogu predvidjeti daljnji utjecaj promjene kontrolnog dioničara na razvoj društva. Oni moraju profesionalno analizirati ponudbenu dokumentaciju i iz nje, ali i iz drugih izvora dokučiti namjere ponuditelja koje će utjecati na razvoj ciljnog društva. Uprava u obrazloženom mišljenju mora obavijestiti dioničare o svim relevantnim činjenicama koje im mogu olakšati odluku, a neizostavan je dio mišljenja i preporuka uprave o (ne) prihvatu ponude. Mišljenje nije obvezujuće za dioničare, pa konačnu odluku o prihvatu ponude za preuzimanje i dalje samostalno i slobodno donose adresati ponude. Ako

³⁷ *Ibidem.*

³⁸ Ponuditelj se ne mora truditi da premosti protupreuzimateljske prepreke, već može po neuspješnom isteku ponudbenog razdoblja prodati svoje dionice i smanjiti svoj udio u glasačkom kapitalu ciljnog društva ispod kontrolnog praga.

³⁹ Čl. 41. ZPDD.

mišljenje sadrži lažne informacije ili informacije koje mogu dovesti u zabludu, članovi uprave ciljnog društva solidarno će odgovarati dioničarima za štetu ako su znali ili trebali znati da su te informacije lažne ili dovode u zabludu.⁴⁰

Mišljenje može posredno proizvesti obrambeni učinak samo ako se njime savjetuje i upućuje dioničare ciljnog društva da odbiju ponudu za preuzimanje. Propisani⁴¹ sadržaj mišljenja obuhvaća opće okolnosti ponude i ponuditelja, vrstu i visinu ponudene naknade, predviđanje namjere ponuditelja u pogledu budućeg poslovanja i njegovih strateških planova i izjavu članova uprave odnosno upravnog odbora o namjeri da ponudu prihvate ili odbiju. U našem pravu uprava odnosno upravni odbor samostalno izrađuje mišljenje, a u njemačkom pravu to uprava mora učiniti zajedno s nadzornim odborom.

Uprava i nadzorni odbor u njemačkom pravu moraju izraditi zajedničko, a po potrebi i odvojeno mišljenje.⁴² Kako se prilikom postupka preuzimanja najčešće preklapaju interesi članova uprave i nadzornog odbora, pravilo je da se izrađuje zajedničko mišljenje.⁴³ Nadzorni odbor može izraditi vlastito mišljenje jedino ako se ne slaže sa stajalištem uprave ili sumnja u istinitost iznesenih informacija. Kao organ koji nadzire vođenje poslova društva nadzorni organ može lakše od dioničara procijeniti kakvo je stajalište uprave u odnosu na interese društva. Različita mišljenja mogu dioničarima otežati donošenje odluke, ali im i otvoriti nove „vidike“ u odnosu na ponudu i ponuditelja.

U našem pravu može se *de lege ferenda* preporučiti prihvaćanje njemačkog rješenja. Zajedničko mišljenje uprave i nadzornog odbora je dioničarima uvjerljivije i može im više pomoći u otklanjanju tzv. zatvoreničke dileme: ostati u društvu ili istupiti iz njega. Uz to provjerava se iznosi li uprava samo ona stajališta koja joj pomažu da se održi na funkciji.

Kako je ponuditelj u pravilu bolje obaviješten o stanju u ciljnom društvu i njegovom tržišnom položaju u odnosu na manjinske dioničare, obrazloženo mišljenje omogućuje manjinskim dioničarima da cjelovitije sagledaju prednosti i nedostatke konkretne ponude. To pridonosi i uspostavljanju narušene simetriju u obaviještenosti sudionika na uređenom tržištu.⁴⁴

Kritičkim razmatranjem strateških planova ponuditelja i mogućim posljedicama tih planova na politiku zapošljavanja i radopravni status radnika ciljnog društva može se usmjeriti radnike koji su ujedno i dioničari da odbiju ponudu. Novi kontrolni dioničar nakon uspješno provedenog postupka preuzimanja može reorganizirati poduzeće (organiziranu gospodarsku cjelinu) kojeg je društvo nositelj revalorizirati ili prekrojiti postojeću strukturu radnih mjesta. Ako pritom ponuditelj poštuje stečena prava radnika, uključujući i važeće kolektivne ugovore, radnici se teško mogu štititi od pogoršanja njihova ravnopravnog položaja. Ako radnici imaju svog predstavnika u nadzornom odboru, on bi mogao u sklopu zajedničkog mišljenja ili izdvojenim mišljenjem studioznije analizirati ponudu, a posebice ponuditeljeve strateške planove i moguće posljedice tih planova na radopravni položaj radnika. Pravo preuzimanja nije posebno usmjereno na

⁴⁰ U odredbi čl. 41. st. 4. ZPDD-a izrijekom se ne spominju članovi uprave odnosno upravnog odbora već „osobe koje su izradile ili sudjelovale u izradi mišljenja“. Kako su članovi uprave odnosno upravnog odbora dužni izraditi navedeno mišljenje, oni i odgovaraju za istinitost i valjanost njegova sadržaja. Ako se trećim osobama - „stručnjacima“ povjeri izrada dijela mišljenja, tada bi odgovarali po principu krivnje u izboru tih osoba (*culpa in eligendo*).

⁴¹ Čl. 41. st. 1. ZPDD-a.

⁴² Više o tome vidi Nippingen, A., op. cit. u bilj. 38, str. 420. i dalje.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ *Ibidem*.

zaštitu radnika, jer za to postoji radno pravo, ali ipak stajalište predstavnika radnika u nadzornom odboru može utjecati na odlučivanje dioničara o prihvatu ponude.

Uprava odnosno upravni odbor obavezan je izraditi mišljenje, ali to ne priječi nadzorni odbor ili njegove pojedine članove da se na prikladan način izjasne o ponudi. Iako se propisuje da je samo uprava obavezna izraditi obrazloženo mišljenje, sistemskim i teleološkim tumačenjem općih načela ZPDD-a može se zaključiti da i nadzorni odbor može svoj sud o primjerenosti ponude javno iznijeti dioničarima ciljnog društva. Ako se to stajalište podudara sa stajalištem uprave, poželjno bi ga bilo priložiti mišljenju uprave, a ako mu proturječi, nadzorni bi odbor trebao na primjereni način svoju kritiku priopćiti adresatima ponude. Takvo djelovanje nadzornog odbora je uputa dioničarima ciljnog društva, a nije ometanje ponuditelja, pa ga se ne može podvesti pod odredbu o ograničenju djelovanja nadzornog odbora iz čl. 42. st. 1. ZPDD-a. Pod tu je odredbu podvrgnuto i postupanje uprave, a pasiviziranje uprave ne priječi da izradi obrazloženo mišljenje, već štoviše, ona to mora učiniti. Ako članovi nadzornog odbora uoče nepravilnosti u stajalištu uprave ili je uprava podijeljena, kao savjesni nadziratelji poslova morali bi djelovati i iznošenjem vlastitog mišljenja olakšati dioničarima donošenje odluke.

Obveza izrade obrazloženog mišljenja komplementarna je s privatnopravnim i javnopravnim izvješćivanjem dioničara, odnosno sudionika na uređenom tržištu kapitala,⁴⁵ a sukladna je s pravima dioničara na obaviještenost⁴⁶ i obvezama uprave odnosno upravnog odbora na izradu odgovarajućih izvješća. Posao izrade obvezatnog mišljenja nije zaseban pravni posao,⁴⁷ a pravno ga se može kvalificirati kao pravni akt *sui generis* koji podjednako pripada pravu društava i pravu tržišta kapitala.⁴⁸ Kako mišljenje mora biti obrazloženo, suhoparno ponavljanje uvjeta iz ponudbene dokumentacije ne bi bilo dovoljno. Članovi uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora trebali bi, djelujući kao uredni i savjesni voditelji odnosno nadziratelji poslova, temeljito prostudirati i prokomentirati ponudu. Pritom mogu zatražiti pomoć stručnjaka iz područja prava, financija, tržišta kapitala i sl.

Za adresate ponude najvažniji je osvrt uprave na prikladnost ponuđene cijene, o čijoj vrsti i visini u najvećem dijelu ovisi ishod preuzimanja. Ako se naknada plaća u novcu obrazloženo kritiziranje ponuđenog iznosa može ponuditelja potaći da ju povisi. U slučaju zamjenske ili kombinirane naknade kritici su podložne procjene tržišnih vrijednosti dionica koje se nude u zamjenu za dionice ciljnog društva.

Pritom bi trebalo predvidjeti mogućnost skorašnjeg rasta tržišne cijene dionica ciljnog društva.⁴⁹ Uz propisani obvezatni sadržaj mišljenje može sadržavati i fakultativne dodatke koji prema mišljenju uprave odnosno upravnog ili nadzornog odbora mogu biti relevantni za odlučivanje dioničara ciljnog društva o prihvatu ponude. Plan obrambenih aktivnosti poslovnog organa može biti fakultativni sastojak mišljenja.

⁴⁵ *Ibidem.*

⁴⁶ Pravo na obaviještenost pojedinačno je člansko pravo dioničara koje pripada samo njemu i samo se on njime koristi. Da bi mogao sudjelovati u donošenju odluka u glavnoj skupštini, a i da bi sam mogao prosuditi hoće li raspolagati dionicom koju ima ili se upustiti u stjecanje novih, za dioničara je bitno da ima valjane informacije o stanju društva i njegovim izgledima. Obavijesti o tome dobiva putem godišnjih financijskih izvješća i izvješća o stanju društva, izvješća nadzornog odbora i izvješća revizora koja se podnose glavnoj skupštini. Vidi: Barbić, J., op. cit. u bilj. 20, str. 534.

⁴⁷ Više o tome vidi op. cit. u bilj. 30, rdn 23. i dalje.

⁴⁸ *Ibidem.*

⁴⁹ Ako se kao naknada u ponudi za preuzimanje nude zamjenske dionice, ili se radi o kombinaciji novca i zamjenskih dionica, autori obvezatnog mišljenja moraju utvrditi sadašnju i predvidjeti buduću tržišnu vrijednost ponuđenih zamjenskih dionica. Vidi: *ibidem.*

Ako se pojedini član uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora ne slaže s predloženim stajalištem većine mora mu se omogućiti da svoje izdvojeno stajalište izloži u obliku dopune mišljenja.

Kritičko valjano obrazloženo mišljenje može zasmetati ponuditelju, jer snagom svoje uvjerljivosti može odvratiti dioničare ciljnog društva od prihvata ponude. U slučaju izostanka ikakve kritike ponude i/ili ponuditelja, mišljenje ne služi obrani od nepoželjnog ponuditelja, već se pretvara u mjeru podrške prijateljskom ponuditelju. Samo u slučaju izoštrene i obrazložene kritike, mišljenje prerasta u neizravnu represivnu obrambenu mjeru.

3.3. Traženje konkurentskog ponuditelja

Tijekom ponudbenog razdoblja poslovodni organ ciljnog društva može tražiti konkurentskog ponuditelja tzv. bijelog viteza. Kao izuzetak od tzv. pravila neutralnosti odnosno pasivizacije upravljačke strukture takvo se postupanje izrijekom dopušta u našem i u njemačkom pravu.⁵⁰

Ako uprava, odnosno upravni odbor uspije pronaći konkurentskog ponuditelja, adresatima ponude proširuje se mogućnost izbora, stvaraju se natjecateljski uvjeti između dva ponuditelja, što blagotvorno djeluje na cijenu dionica ciljnog društva.⁵¹ Unatoč tomu direktorima ciljnog društva ne nameće se obveza, već ih se samo ovlašćuje da mogu, ako im se po pravilu slobodne poslovodne prosudbe to učini svrsishodnim, tražiti novog ponuditelja radi poboljšanja ponude. Ako se iz ponude daje zaključiti da će ponuditelj po uspješno provedenom postupku preuzimanja uvrstiti ciljno društvo u koncern i time mu dokinuti samostalnost, kao uredni i savjesni voditelji poslova direktori bi trebali tražiti konkurentskog ponuditelja.⁵²

Novog je ponuditelja najlakše pronaći u krugu postojećih poslovnih partnera ciljnog društva ili trgovačkih društava koja se s ponuditeljem natječu na istom tržištu.⁵³ Na uspješnost traženja novog ponuditelja utječe i tehnički problem kratkoće vremena koje je na raspolaganje direktorima. Konkurentska je ponuda, sukladno odredbi čl. 30. st. 1. ZPDD-a ponuda za preuzimanja koju treća osoba može objaviti samo za vrijeme trajanja ponude i koja se odnosi na iste dionice ciljnog društva kao i ponuda za preuzimanje. Ako se tijekom tog razdoblja uspije pronaći konkurentski ponuditelj, ponudbeno se razdoblje može produljiti u našem i britanskom pravu najviše 60 dana, a u njemačkom pravu najviše deset tjedana.⁵⁴ Objektivno je to kratko vrijeme za pronalazak i odluku vanjskog investitora koji bi kao manje upućen trebao preispitati stanje u društvu i procijeniti njegov položaj i izgled.⁵⁵ Konkurentska ponuda može se objaviti samo po

⁵⁰ Čl. 42. st. 7. ZPDD-a, § 33. st. 1. WpÜG-a. U britanskom se City Code-u traženje konkurentskog ponuditelja izrijekom ne spominje, ali se njegova dopustivost izvodi iz općeg načela očuvanja i promicanja slobodnog odlučivanja dioničara ciljnog društva o biti ponude za preuzimanje.

⁵¹ Tako: Ulbricht, H., *Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche nach deutschem und englischem Recht*, Peter Lang, 2006., str. 242. i dalje.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ Više o tome vidi: Haarmann/Schüppen, o. c. u bilj. 53, § 33. RdN 143-144.

⁵⁴ Čl. 28. st. 4. ZPDD-a, § 14. st. 1. WpÜG-a, *Rule 31.6. City Code-a*.

⁵⁵ Trebao bi obaviti *due diligence*. Više o tome vidi: Zech, A., o. c. u bilj. 1, str. 161. U odredbi čl. 30. st. 2. ZPDD-a propisuje se da konkurentska ponuda za preuzimanje mora biti objavljena najkasnije deset dana prije isteka roka trajanja ponude, a ne kasnije od 28 dana prije isteka krajnjeg roka od 60 dana.

višoj cijeni od one koja je navedena u ponudi za preuzimanje⁵⁶, a može se uvjetovati doseganjem određenog praga uspješnosti, samo ako je prag uspješnosti određen i u prvoj ponudi i ako nije dosegnut do objave konkurentske ponude.⁵⁷

Istraživanja provedena na uzorku ciljnih društava koja imaju sjedište u državama članicama Europske unije pokazala su da nepoželjni ponuditelji u slučaju pojave konkurentske ponude povisuju cijenu iz ponude, ili se povlače iz „borbe“ za stjecanje dionica ciljnih društava.⁵⁸ Konkurentski ponuditelj ih na to potiče jer se svaka nova ponuda mora objaviti s povećanom cijenom u odnosu na prethodne.

U pretpodudbenom razdoblju uprava odnosno upravni odbor ciljnih društava može se dogovoriti s “budućim prijateljskim” ponuditeljem koji će, odmah po objavi nepoželjne ponude, javno uputiti konkurentsku ponudu s višim iznosom naknade za otkup dionica ciljnih društava. U načelu dopušteni su dogovori između uprave odnosno upravnog odbora ciljnih društava i budućeg konkurentskog ponuditelja o poduzetničkim ili personalnim politikama koji sadržavaju dogovor o uvjetnoj objavi konkurentske ponude za preuzimanje. Pri sklapanju takvog ugovora direktori obaju ugovornih strana moraju postupati s pažnjom dobrog gospodarstvenika i ne smiju pretpostavljati vlastite interese interesima društva.

U našem se i njemačkom pravu odredba o dopuštanju traženja konkurentske ponude nomotehnički nalazi među pravilima o ograničenju djelovanja upravljačke strukture. Usprkos tome što se zbog natjecanja između više ponuditelja u pravilu povisuje cijena dionica ciljnih društava, puko povećanje preuzimateljske premije ne smije biti isključivi motiv i kriterij djelovanja direktora ciljnih društava tijekom ponudbenog razdoblja, već se oni moraju brinuti i o interesima društva i dioničara koji se odluče odbiti ponudu i ostati u društvu.⁵⁹

Ako se konkurentska ponuda pojavi tijekom ponudbenog razdoblja, sloboda postupanja adresata se proširuje jer mogu izabrati bolju ponudu, a to će za njih u pravilu biti ona s većom cijenom. Kao dodatni kriterij izbora trebala bi biti prihvatljivost strateških planova ponuditelja u pogledu budućeg poslovanja ciljnih društava.⁶⁰

U cilju “pridobivanja” konkurentskog ponuditelja poslovodni organ ciljnih društava kao upućeni trgovac može takvom ponuditelju otkrivati relevantne informacije i podatke. Smije li mu pri tome otkrivati podatke koji nisu bili dostupni prvom (neprijateljskom) ponuditelju? Smije li ga diskriminirati tako da se samo konkurentskom ponuditelju „odškrinu vrata“ pristupa *data room*-u?⁶¹ Ako je konkretni ponuditelj i dioničar

⁵⁶ Čl. 31. st. 1. ZPDD-a. U postupku preuzimanja Plive d.d. 2006. uz ponuditelja - *Barr Pharmaceuticals Inc.* u „utrku“ za stjecanje dionica Plive d.d. uključio se i konkurentski ponuditelj - društvo *Actavis*. Natjecanje između konkurenata uzrokovalo je nagli porast tržišne cijene dionica Plive d.d. s iznosa od 90 američkih dolara na iznos od 140 dolara. Više o tome vidi: www.setimes.com/cocoon/xhtml/hr/. Pregledano 15. ožujka 2022.

⁵⁷ Čl. 31. st. 2. ZPDD-a.

⁵⁸ Od 238 ponuda za preuzimanje obrambena mjera traženja konkurentskog ponuditelja korištena je u 47 (19% slučajeva), a njezina se uspješnost potvrdila 39 puta. Pokazalo se da je korištenje te obrambene mjere u 74% slučajeva završilo s uspjehom, tako da je ponuditelj odustao od ponude zbog povećanja ponudene cijene ili je pak bio primoran povisiti prvotno ponudenu cijenu za iznos koji premašuje iznos iz konkurentske ponude. Više o tome vidi: Kenyon-Slade, S. *Mergers and Takeovers in the US and UK, Law and Practice*, Oxford, 2004., str. 712. i dalje.

⁵⁹ Više o tome vidi: Ulbricht, H., op. cit. u bilj. 57, str. 233.

⁶⁰ *Ibidem*.

⁶¹ U čl. 455. Zakona o tržištu kapitala, Narodne novine br. 63/18, 17/20, 83/21 (ZTK) određuje se značenje pojma povlaštene informacije. Raspolaganje povlaštenim informacijama može bitno utjecati na trgovanje dionicama i koristiti se za stjecanje probitaka na štetu drugih sudionika u

ciljnog društva, zabrana njegove diskriminacije temelji se na načelu prava preuzimanja da dioničari ciljnog društva koji drže dionice tog društva istog roda, na koji se odnosi ponuda za preuzimanje imaju jednak položaj u postupku preuzimanja.⁶² Vrijedi li načelo jednakog postupanja prema ponuditeljima i u slučaju kada jedan od ponuditelja ili dragovoljni ponuditelj i treći konkurentski ponuditelj nisu dioničari ciljnog društva? Teleološkim tumačenjem općih načela ZPDD-a i njihovih odredbi o konkurentskoj ponudi može se zaključiti da vrijedi načelo jednakog postupanja prema svim ponuditeljima. Neprijeporno je da se i prvom (nepoželjnom) ponuditelju treba dopustiti i pristup podacima i informacijama o ciljnom društvu koje su dostupne njegovom konkurentu koji je upravi ili upravnom odboru možda poželjniji ponuditelj.

Uskraćivanjem informacija neželjenog se ponuditelja isključuje iz nadmetanja i bez njegova sudjelovanja u natjecanju za otkup dionica ciljnog društva neće se povećati ponudbena cijena, a to nije u interesu adresata ponude. Sama činjenica da uprava, odnosno upravni odbor traga za trećim ponuditeljem, ili je u pretponudbenom razdoblju s njim dogovorio da objavi konkurentsku ponudu, upućuje na zaključak da prvi ponuditelj nije prijateljski. Premda je on s motrišta upravljačke strukture ciljnog društva nepoželjan, ne smiju mu se uskraćivati relevantni podaci i informacije o ciljnom društvu koje su dostupne i njegovu konkurentu.

Tijekom ponudbenog razdoblja direktori ciljnog društva moraju postupati s dužnom pozornošću i čuvati poslovnu tajnu društva,⁶³ te se istodobno moraju podvrći pod prisilne odredbe prava tržišta kapitala kojima se uređuje postupanje s povlaštenim informacijama.⁶⁴ Povreda obveze čuvanja poslovne tajne društva važan je razlog za opoziv imenovanja članova uprave, a može uzrokovati i njihovu odštetnu i kaznenu odgovornost.⁶⁵

Konkurentskom ponuditelju je teže odmjeriti vrijednost dionica ciljnog društva, bez uvida u osjetljive i povjerljive podatke o imovini, obvezama, sklopljenim pravnim poslovima, tzv. tihim rezervama, postojećim i/ili predstojećim sporovima i sl. Upoznavanje sa stanjem u ciljnom društvu uvjetovano je voljom direktora kao upućenih trgovaca da dopuste ponuditelju pristup tzv. *data room-u*, odnosno da mu otkriju poslovne tajne. Uprava, odnosno upravni odbor ciljnog društva, svojom poslovodnom odlukom utvrđuje opseg i razinu „razotkrivanja“ povjerljivih informacija. Kako je obvezatni ponuditelj ujedno i dioničar ciljnog društva, nameće se pitanje smije li se on pozivati na pravo na obaviještenost i tražiti dodatne informacije i odgovore na određena pitanja.⁶⁶ Budući da je to pojedinačno pravo ograničeno samo na pitanja važna za presudbu ono-

trgovini dionicama. Ustavna garancija jednakog položaja svih sudionika na tržištu vrijedi i za promet financijskim instrumentima, pa prema tome i za promet dionicama. Za ostvarenje načela jednakog položaja potrebna je i jednaka dostupnost informacijama, jer o stupnju obaviještenosti ovisi i donošenje poslovnih odluka pa i onih hoće li se, kako i kada sudjelovati u prometu dionicama. Konkurentskog se ponuditelja po tom pitanju ne smije privilegirati. Vidi: Barbić, J., op. cit. u bilj. 9, str. 457. i dalje.

⁶² *Arg. ex čl. 3. t. 1 ZPDD.*

⁶³ Čl. 252. st. 1. ZTD-a, § 93. st. 1. *AktG-a.*

⁶⁴ Čl. 455. ZTK-a, § 14. *WpHG-a.* U pravnoj književnosti uobičajen je naziv *insider trading* što baš ne odgovara direktnom prijevodu „trgovina povlaštenim informacijama“, jer ne mora biti riječ o trgovanju (kupnji i prodaji) informacija. Bit je u korištenju prednosti stečene time što netko raspolaže informacijama koje je stekao zbog svog položaja u društvu ili od nekoga tko raspolaže takvim informacijama i od toga namjerava imati koristi.

⁶⁵ Čl. 244. i čl. 629. ZTD-a, § 93. st. 2 i § 404. st. 1. *AktG-a.*

⁶⁶ Čl. 287. ZTD-a, § 131. st. 1. *AktG-a.*

ga što je na dnevnom redu glavne skupštine,⁶⁷ ponuditelj se na njega ne može pozivati u postupku preuzimanja dioničkog društva.

Konkurentski ponuditelj može samostalno objaviti ponudu za otkup dionica, ili se ona može pojaviti i kao rezultat napora poslovnog organa ciljnog društva. Ako se u preponudbenom razdoblju ne postigne sporazum s prijateljskim preuzimateljem, dopušteno je industrijske i financijske ulagače tražiti i motivirati i putem sredstava javnog priopćavanja.⁶⁸ Traženje dodatnih ponuda putem medija ne smije se pretvoriti u promidžbu nekog ponuditelja. Poslovni organ ciljnog društva dužan je osigurati provedbu načela jednakog položaja svih ponuditelja, neovisno o činjenici radi li se o prijateljskom ili neprijateljskom ponuditelju. Mora se izraditi obrazloženo mišljenje o konkurentskoj ponudi, koje mora obuhvatiti sva pitanja sadržana u mišljenju o prvoj ponudi. Ako je poslovni organ motivirao konkurentskog ponuditelja da objavi javnu ponudu za preuzimanje, u pravilu će mu mišljenje biti skloni, i dioničarima ciljnog društva će se preporučiti da prihvate tu ponudu.

Ponekad je upitno je li prihvata konkurentske ponude „manje zlo“ od prihvata neprijateljske ponude, jer moguće je da se ispod ogrtača bijelog viteza krije „crna duša“ neprijateljskog ponuditelja.⁶⁹ U najgorem slučaju je moguće da masku bijelog viteza nosi trkači zec kojeg je instruirao prvi neprijateljski ponuditelj u nakani da stvori fiktivno natjecateljsko okruženje.⁷⁰

Dobra strana ove obrambene mjere očituje se u povećanju cijene dionica ciljnog društva kao posljedice natjecanja između dva ili više ponuditelja. Mjera može iznimno omesti neprijateljskog ponuditelja, ali istovremeno ona pospješuje preuzimanje, jer poslovni organ u svom obrazloženom mišljenju u pravilu potiče adresate ponude da prihvate konkurentsku ponudu. Odgovor neprijateljskog ponuditelja na to mogao bi biti povišenje ponudene cijene za otkup dionica. To će pogodovati dioničarima ciljnog društva koji se odluče na prihvata ponude, a zbog povišenja cijene za otkup dionica to će financijski dodatno opteretiti ponuditelja. Upravo zbog dodatnog povišenja cijene koje proizlazi iz natjecanja između više ponuditelja neprijateljski ponuditelj može odustati od svojih nakana.

Radi kratkoće vremena za traženje konkurentskog ponuditelja ta represivna obrambena mjera u razmatranim pravnim porecima nema veliko značenje. Kako je teško predvidjeti kada će i po kojoj cijeni i uvjetima netko objaviti javnu ponudu za preuzimanje, prethodno dogovaranje s prijateljskim ponuditeljima može biti učinkovito samo u slučaju da nepoželjni ponuditelj ponudi manju naknadu u novcu, ili zamjensku naknadu, za otkup dionica u odnosu na dogovoreni iznos naknade između ciljnog društva i prijateljskog ponuditelja.

⁶⁷ Praktično se mogu zahtijevati obavijesti glede svega što društvo radi (godišnja financijska izvješća, izvješće o stanju društva, izvješće revizora, davanje razrješnice članovima uprave i nadzornog, odnosno upravnog odbora, odluka o upotrebi dobiti). Ono što ulazi pod spomenutu obvezu procjenjuje se po objektivnom mjerilu, tj. prema onome što bi mogao tražiti razuman dioničar koji raspolaže samo s obavijestima što ih je objavilo društvo. Tako: Barbić, J., op. cit. u bilj. 9, str. 535.

⁶⁸ Traženje konkurentskih ponuditelja putem medija dopušteno je na temelju čl. 42. st. 7. ZPDD-a, § 29. st. 1. *WpÜG-a*, *Rule 19. City Code-a*. Agresivno i neprimjereno promidžbeno djelovanje poslovnog organa ciljnog društva je zabranjeno.

⁶⁹ Više o tome vidi: Ulbiricht, H., op. cit. u bilj. 57, str. 240.

⁷⁰ *Ibidem*.

3.4. Protuponuda za preuzimanje

Objava javne ponude za preuzimanje može potaći poslovodni organ ciljnog društva da objavi protuponudu za stjecanje dionica ponuditelja koji je dioničko društvo.⁷¹ Ova obrambena mjera u američkom pravu je uobičajena i doprinosi uspostavi tržišta za kontrolu nad društvima.⁷² U europskim zemljama, međutim, postoje ograničenja na području prava društava i prava preuzimanja koja umanjuju praktičnu važnost te obrambene mjere ili je u potpunosti isključuju. Kada se tijekom ponudbenog razdoblja poslovodni organ odluči uputiti protuponudu za preuzimanje dionica ponuditelja (ako je on dioničko društvo), time se *prima facie* dioničare ciljnog društva ne sprječava da samostalno odluče o ponudi za preuzimanje.⁷³ Takvo postupanje poslovodnog organa ciljnog društva nije izrijeком zabranjeno, ali se otvara pitanje je li ono u suprotnosti s odredbama prava preuzimanja o ograničenju djelovanja upravljačke strukture.

U našem pravu primjenjuje se strogo pravilo neutralnosti, po kojem je bez prethodnog odobrenja glavne skupštine značajno sužen prostor djelovanja poslovodnog organa tijekom ponudbenog razdoblja. Objava protuponude za otkup dionica ponuditelja preduvjet je otkupa njegovih udjela kada su dionice ponuditelja uvrštene na kotaciju istog ili drugog uređenog tržišta vrijednosnim papirima, gdje se primjenjuju propisi prava preuzimanja. U tom slučaju moguća je objava dragovoljne javne ponude za otkup dionica ponuditelja. Kada ponuditelj nije društvo dionice kojeg su uvrštene na uređeno tržište, poslovodni organ ciljnog društva nije dužan objaviti javnu ponudu za otkup dionica ponuditelja. Tada se ponuditeljeve dionice ili poslovni udjeli, ako je ponuditelj ustrojen u obliku društva s ograničenom odgovornošću, mogu stjecati izravnim sklapanjem ugovora između ciljnog društva i ponuditeljevih dioničara. Kupnja udjela u drugim društvima poslovodna je djelatnost uprave, odnosno upravnog odbora.

Jedino ako se u odredbi statuta o predmetu poslovanja izrijeком predvidi djelatnost stjecanja udjela u drugim društvima, poslovodni organ bi mogao tijekom ponudbenog razdoblja objaviti protuponudu za stjecanje dionica ponuditelja, jer bi to bila redovna djelatnost društva.⁷⁴ Poduzimanje te obrambene mjere vrlo je ograničeno, jer se ne zna kad će se pojaviti nepoželjni ponuditelj, a kratkoća ponudbenog razdoblja ne otvara prostor za temeljitu procjenu tržišne vrijednosti dionica društva ponuditelja. Ako se poslovodni organ ciljnog društva i odluči za objavu protuponude za otkup dionica društva ponuditelja, to ne mora *ipso facto* negativno utjecati na prihvatanje ponude upućene dioničarima ciljnog društva. Protuponuda ih u pravilu neće omesti u nakani da ponuditelju prodaju svoje dionice. Uspije li ponuditelj preuzeti dostatan broj dionica na temelju kojih može steći kontrolu nad društvom koje je uputilo protuponudu, on ostaje ograničen

⁷¹ Njem. *Gegenangebot*, eng. *counter offer*. U angloameričkoj literaturi ta se obrambena mjera naziva prema računalnoj video igri *Pac-Man defence*.

⁷² Poznati primjer objave protuponude je preuzimanje ciljnog društva *Martin Marietta* iz 1982. Kao odgovor na ponudu za preuzimanje ciljno društvo *Martin Marietta* počelo je stjecati dionice ponuditelja-društva *Benedix Corporation*. Istovremeno je „napadnuto“ društvo dogovorilo s društvom *Allied Corporation* da kao bijeli vitez objavi konkurentsku ponudu za stjecanje dionica društva *Benedix Corporation*. Nakon toga je društvo *Martin Marietta* (izvorno ciljno društvo) uspješno preuzelo društvo *Benedix Corporation* (izvorno ponuditelj). Više o tome vidi: Zubović, A., *Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom* (doktorska disertacija), Zagreb, 2012. str. 217.

⁷³ Više o tome vidi: Ulbricht, H., op. cit. u bilj. 57., str. 322. i dalje.

⁷⁴ Ako je preuzimanje udjela u drugim društvima djelatnost koja ulazi u redovno poslovanje ciljnog društva, protuponuda za otkup dionica ciljnog društva bila bi dopuštena, samo ako se njome ne ometa ili ne onemogućuje ponudu za preuzimanje.

u ostvarenju kontrole.⁷⁵ U slučaju uspjeha protuponude radi se o posebnoj povezanosti dvaju društava. Ako su to društva kapitala sa sjedištem u Republici Hrvatskoj riječ je o društvima s uzajamnim udjelima.

3.5. Promjena imovine ili strukture kapitala

Neprijateljski će ponuditelj objaviti javnu ponudu za preuzimanje kada procijeni da su dionice ciljnog društva podcijenjene na uređenom tržištu ili je trenutno skriven potencijal njihova rasta. Razlozi preuzimanja mogu se, pored navedenog, skrivati u namjeri stjecanja dijela imovine ciljnog društva ili mogućnosti utjecaja na njegovo društvo kćer ili posredno korištenje zaštićenim pravima s područja industrijskog vlasništva.⁷⁶ Radi osujećenja takvih nakana poslovodni organ ciljnog društva može poduzeti mjere kojima izravno utječe na strukturu imovine ciljnog društva. On može, po objavi ponude, prodati ili opteretiti vrijednu imovinu koja je važna za obavljanje djelatnosti društva.

Ponuditelja koji u preuzimanje kreće s ciljem „izvlačenja“ vrijednih sredstava iz imovinske mase ciljnog društva, može demotivirati obrambeno djelovanje poslovodnog organa koje se u angloameričkom pravu naziva taktika krunskog dragulja.⁷⁷ „Krunski dragulj“ imovine ciljnog društva nerijetko je odlučan za obavljanje statutom propisanih djelatnosti, a njegova prodaja radi odbijanja ponuditelja mjera je rekonstruiranja ciljnog društva.⁷⁸ Osim izravne prodaje drugom poslovnom partneru „zanimljiva imovinska sredstva“ mogu se opteretiti pravom prvokupa ili se s prijateljskim poslovnim partnerom može dogovoriti pravo nazadkupnje.⁷⁹

Ponuditelj bi mogao odustati od nakane preuzimanja ako vidi da ciljno društvo ne raspolaže imovinskim sredstvima bez kojih se ne mogu polučiti očekivani sinergijski učinci i tržišne prednosti. Kada se odluči objaviti dragovoljnu javnu ponudu, ili ju je zbog prijelaza kontrolnog praga dužan objaviti, nada se da će ciljno društvo i tijekom ponudbenog razdoblja zadržati dotadašnju vrijednost imovine. U našem, njemačkom i britanskom pravu poslovodnom organu ciljnog društva tijekom ponudbenog razdoblja nije dopušteno, bez prethodnog odobrenja glavne skupštine, prodavati ili opterećivati značajni dio imovine ciljnog društva.⁸⁰

⁷⁵ Odredbom čl. 511. st. 1. ZTD-a propisuje se ograničenja korištenja prava iz udjela koje jedno društvo ima u drugome.

⁷⁶ Tako: Ulbricht, H., op. cit. u bliz. 57, str. 323.

⁷⁷ *Crown jewel defence* je u američkoj literaturi uvršten u mjere obrambene rekapitalizacije. U predmetu *Thorpe v Cerbero, Inc., C. A. No. 11713 (Del. Ch. Aug. 9, 1995)*, američki je sud smatrao da se § 271. Delaware General Corporation Law primjenjuje na prodaju dionica koje predstavljaju 68 % imovine društva ističući da će prodaja tih dionica dovesti do „radikalne promjene postojećeg društva“. Više o tome vidi: Petrović, S., *Preuzimanje dioničkih društava, Pravo u gospodarstvu*, br. 2, 1999., str. 129. Za njemačko pravo vidi: Steinhamer, M., *Die Neutralitätspflicht des Vorstands einer AG nach § 33 WpÜG*, Verlag dr. Kovač, 2005., str. 114. i dalje.

⁷⁸ *Ibidem*.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ U pretponudbenom razdoblju, ograničava se i djelovanje uprave odnosno upravnog odbora, tako da se na temelju odredbe čl. 552. st. 1. ZTD-a propisuje da je za valjanost ugovora kojim se društvo obvezuje prenijeti na drugoga cijelu svoju imovinu ili imovinu čija je vrijednost veća od četvrtine iznosa temeljnog kapitala, kada bi to značilo strukturnu promjenu društva potrebna suglasnost glavne skupštine, a potrebno je da se za odluku dadu glasovi koji predstavljaju tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. U njemačkom pravu se na temelju presude *Holzmilller* BGHZ, Bd. 83. proširuju nepisane ovlasti glavne

Uprava, odnosno upravni odbor trebali bi odmah po objavi ponude neprijateljskog ponuditelja, sazvati glavnu skupštinu.⁸¹

Odluka glavne skupštine o davanju odobrenja za prodaju značajnog dijela imovine donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke.⁸² Ako se odobrenje i dobije, imovina se ciljnog društva ne smije prodavati ispod tržišne vrijednosti. Prodajom ispod tržišne vrijednosti članovi poslovnog organa izlažu se imovinskoj i kaznenoj odgovornosti za štetu koja time može nastati društvu. Ako je stjecatelj te imovine ujedno i dioničar time se povrjeđuje i načelo zabrane povrata plaćenog.⁸³

U praksi je teško očekivati da će uprava ili upravni odbor u kratkom ponudbenom razdoblju naći fizičku ili pravnu osobu koja bi po tržišnoj vrijednosti preuzela značajni dio imovine ciljnog društva. Tu bi obrambenu mjeru trebalo pripremiti prije objave ponude za preuzimanje, a članovi uprave, odnosno upravnog odbora trebali bi pritom postupati u skladu s pravilom slobodne poslovne prosudbe. Ta se mjera ne bi se smjela koristiti radi umanjenja imovine ciljnog društva. U nakani da se poremete planovi nepoželjnog ponuditelja ne smiju se potkopavati materijalni temelji za djelovanje društva.⁸⁴ Ako se time i odvratiti neprijateljskog preuzimatelja, (ras)prodaja značajnog dijela imovine ispod tržišne ili knjigovodstvene vrijednosti izravno šteti ciljnom društvu. Neprijateljski preuzimatelj nema utjecaj na poduzimanje te mjere, pa će u slučaju njezine provedbe i on biti oštećen, jer se imovina ciljnog društva po pokretanju postupka preuzimanja umanjila u odnosu na stanje prije njega.

Tijekom ponudbenog razdoblja poslovodni organ ne bi smio povećavati opću razinu zaduženosti ciljnog društva niti se stjecanje dionica ciljnog društva može financirati zaduživanjem.⁸⁵ U našem, njemačkom i britanskom pravu zabranjeno je s ciljnim društvom sklapati ugovor kojim ono nekome daje imovinsku potporu radi stjecanja dionica tog društva. Sukladno odredbi čl. 234. st. 1. ZTD-a ništetan je pravni posao kojim društvo nekome daje predujam, zajam ili osiguranje radi stjecanja dionica tog društva.⁸⁶ Posebno se u odredbi čl. 234. st. 3. ZTD-a propisuju uvjeti koji moraju biti ispunjeni u slučaju kada je društvu dopušteno da nekome dade predujam, zajam ili osiguranje za

skupštine u predponudbenom razdoblju. Ona daje suglasnost upravi da proda imovinu koja znači strukturnu promjenu u društvu.

⁸¹ Dnevni red bi trebao sadržavati i odluku o odobrenju upravi, odnosno upravnom odboru za prodaju značajnog dijela imovine ciljnog društva.

⁸² Arg.ex. čl. 42. st. 5. ZPDD-a.

⁸³ Čl. 217. st. 1. ZTD-a i § 57. st. 1. AktG-a.

⁸⁴ Obrambena mjera u američkom pravu preuzimanja zbog svoje radikalnosti i štetnog utjecaja na ciljno društvo nazvana „spaljena zemlja“ - *Schorced Eart/Corporate suicide*, nije dopuštena u našem, njemačkom i britanskom pravu.

⁸⁵ Zabranom financijske pomoći suzbijaju se neželjene posljedice za dioničare ali i ostale sudionike na tržištu kapitala. Transakcije u kojima se stjecanje dionica financira zaduživanjem u literaturi nazivaju se *leveraged by-out*. Ako dionice stječu direktori društva transakcije se nazivaju *management by-out*, a ako ih stječu radnici *employee by-out*. Te se transakcije provode na različite načine, a mogu dovesti do promjene prevladavajućeg utjecaja u društvu.

⁸⁶ Prema čl. 234. st. 1. ZTD-a to se ne odnosi na tekuće pravne poslove kreditnih, odnosno financijskih institucija, ako posebnim zakonom nije drugačije određeno, niti na davanje predujma ili zajma niti na pružanje osiguranja da bi dionice stekli zaposleni u društvu ili u društvu koje je s njime povezano. Pravni je posao ništetan i u tim slučajevima, ako društvo ne bi pri stjecanju vlastitih dionica moglo stvoriti propisane rezerve za te dionice da se ne bi smanjila neto aktiva ispod razine propisane u čl. 233. st. 1. i 3. ZTD-a.

stjecanje vlastitih dionica, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva. Izriekom se u čl. 234. st. 4. ZTD-a propisuje i ništetnost pravnih poslova kojima društvo daje predudjam, zajam ili osiguranje kojim se pomaže da dionice tog društva steknu članovi uprave, odnosno izvršni direktori i članovi nadzornog, odnosno upravnog odbora društva, pa i pri povećanju temeljnog kapitala društva, ili društvo koje se u odnosu na društvo o čijim je dionicama riječ smatra vladajućim društvom ili to čine treće osobe u svoje ime a za njihov račun. Zabrana, međutim, nije apsolutna jer je takvo stjecanje dopušteno ako je u najboljem interesu društva.⁸⁷

Ako je odluka o upotrebi dobiti valjana donesena, obvezuje društvo od dana donošenja na glavnoj skupštini.⁸⁸ Uprava, odnosno upravni odbor dužni su postupati po toj odluci, makar se isplata dividende treba obaviti u ponudbenom razdoblju. Tražbina dioničara za isplatu dividende ne smije biti ugrožena činjenicom objave javne ponude za preuzimanje.

Obrambene mjere rekapitalizacije mogu biti izdavanje novih dionica ili stjecanje vlastitih. Zbog „skraćenog“ postupka sazivanja glavne skupštine tijekom ponudbenog razdoblja koja može poslovodnom organu odobriti poduzimanje tih mjera, njihovo restriktivno značenje je više teorijske nego praktične naravi.

U našem pravu zabranjeno je smanjivati imovinu ciljnog društva ili prodavati vriedni dio imovinske mase, samo radi umanjenja dopadljivosti ciljnog društva. Isto se može reći i za stjecanje vlastitih dionica po uvećanoj cijeni od dioničara koji namjerava objaviti javnu ponudu.

3.6. Stvaranje zapreka na temelju prava tržišnog natjecanja

Ciljno društvo može namjerno ometati ponuditelja tako da stječe udjele u društvima koja su mu konkurenti na određenom tržištu. Stvaranjem problema ponuditelju s osnove prava tržišnog natjecanja, ciljno društvo može uspješno promijeniti natjecateljsko stanje koje će ponuditelju zagorčati preuzimanje dionica ciljnog društva ili mu to zapriječiti.

Stjecanje udjela u društvu konkurentu može imati negativan učinak na postupak preuzimanja, jer u slučaju njegovog uspjeha može nastati zabranjena koncentracija na tržištu. *Sedes materiae* za uređenje nastanka koncentracije poduzetnika u našem, njemačkom i britanskom pravu su propisi o zaštiti tržišnog natjecanja.⁸⁹

Koncentracija poduzetnika sukladno odredbi čl. 15. Zakona o zaštiti tržišnog natjecanja (ZZTN) nastaje promjenom kontrole na trajnoj osnovi.⁹⁰ Zabranjena koncen-

⁸⁷ *Arg. ex.* čl. 234. st. 4. ZTD-a.

⁸⁸ Tako: Barbić, J., *op. cit.* u bilj. 9, str. 601.

⁸⁹ Propisi o zaštiti tržišnog natjecanja: za naše pravo - Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, Narodne novine br. 79/09, 80/19, 41/21. Za njemačko pravo - *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, za britansko pravo - *Enterprise Act*. Na europskoj razini donesena je Direktiva o kontroli koncentracija između poduzetnika br. 139/2004.

⁹⁰ Ona se stječe pripajanjem ili spajanjem dva ili više neovisnih poduzetnika ili dijelova tih poduzetnika, te stjecanjem izravne ili neizravne kontrole ili prevladavajućeg utjecaja jednog, odnosno više poduzetnika nad drugim. To se čini stjecanjem većine dionica ili udjela, stjecanjem većine prava glasa ili na drugi način u skladu s odredbama ZTD-a i drugim propisima. Sukladno odredbi čl. 15. st. 2. ZZTN-a stjecanje kontrole se ostvaruje prijenosom prava, ugovora ili drugih sredstava kojima jedan ili više poduzetnika pojedinačno ili zajednički, uzimajući u obzir sve pravne ili činjenične okolnosti, stječe mogućnost ostvarivanja prevladavajućeg utjecaja nad jednim ili više poduzetnika na trajnijoj osnovi. U odredbi čl. 15. st. 5. ZZTN-a izriekom se spominju izuzeci od promjene propisa o kontroli koncentracija.

tracija određuje se kao koncentracija poduzetnika koja može značajno narušiti tržišno natjecanje, a osobito ako je takvo narušavanje tržišnog natjecanja posljedica jačanja postojećeg ili stvaranje novog vladajućeg položaja sudionika transakcije.⁹¹

Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (AZZTN) kao regulatorno i nadzorno tijelo ocjenjuje dopuštenost koncentracija. Ako se ispune uvjeti propisani u čl. 17. ZZTN-a, sudionici koncentracije dužni su AZZTN-u prijaviti svaku namjeru provedbe koncentracije. Prijava namjere koncentracije se, sukladno odredbi čl. 19. st. 3. ZZTN-a, podnosi AZZTN-u na ocjenu nakon sklapanja ugovora kojim se stječe kontrola ili prevladavajući utjecaj nad poduzetnikom ili dijelom poduzetnika, odnosno nakon objave javne ponude, a prije provedbe koncentracije.⁹² Sudionici koncentracije mogu i prije podnijeti tzv. prethodnu prijavu namjere provedbe koncentracije, ako u dobroj vjeri dokažu stvarnu namjeru sklapanja ugovora ili javno oglase namjeru objave ponude.⁹³

Neprijateljski preuzimatelj može podnijeti prethodnu prijavu, ali to neće učiniti ako iz taktičkih razloga želi ostati skriven i tiho se pripremati za objavu javne ponude. ZPDD ne sadrži odredbu po kojoj bi ponuditelj bio dužan prijaviti namjeru koncentracije AZZTN-u, koju je sadržavao prethodni ZPDD iz 2002. Ponuditelj koji objavi dragovoljnu ili obvezatnu javnu ponudu za preuzimanje ne može utjecati na nakanu ciljnog društva da stekne udjele u njegovom tržišnom konkurentu. Stvaranje problema s osnove propisa o zaštiti tržišnog natjecanja, odnosno pokretanje postupka za njegovu zaštitu nije učinkovito u pretponudbenom razdoblju i zato se ne može svrstati u preventivne obrambene mjere. Ciljno društvo ne može unaprijed znati tko će biti neprijateljski ponuditelj. Ako ciljno društvo stječe udjele u drugom društvu i ispune se pretpostavke iz odredbe čl. 17. st. 1. ZZTN-a, mora se AZZTN-u prijaviti namjera provedbe koncentracije. Postupanje AZZTN-a je samostalno i HANFA kao regulatorno i nadzorno tijelo u postupku preuzimanja nema ovlasti utjecati na provedbu i druga pitanja koncentracije poduzetnika. Odluka AZZTN-a ne može utjecati na postupak preuzimanja zbog toga što se ne može donijeti prije protoka ponudbenog razdoblja.⁹⁴ Odlukom se može utjecati na učinke preuzimanja samo *ex post*.

Kada neprijateljski preuzimatelj istupi iz anonimnosti i javno objavi ponudu za preuzimanje, praktično je teško očekivati da će poslovodni organ ciljnog društva moći u kratkom ponudbenom razdoblju steći udjele u preuzimateljevu konkurentu po prikladnim uvjetima. Ako u tome i uspije, koncentracija poduzetnika, tj. ciljnog društva i trećeg društva koje je ponuditeljev tržišni konkurent, mora biti takve naravi da podliježe obvezi prijave namjere koncentracije. Ako ciljno društvo i uspije pred AZZTN-om prijaviti koncentraciju, AZZTN može donijeti odluku kojom se koncentracija proglašava dopuštenom, ili odluku o pokretanju postupka ocjene dopuštenosti koncentracije.⁹⁵ Ako bi koncentracija bila provedena protivno rješenju kojim se ona ocjenjuje zabra-

⁹¹ Odredbom čl. 16. st. 1. ZZTN-a naglašava se primjena testa značajnog narušavanja tržišnog natjecanja kod ocjene koncentracija u skladu s Smjernicom o kontroli koncentracija između poduzetnika br. 139/2004. Više o tome vidi: Petrović, S., Butorac-Malnar, V., Novo pravno uređenje tržišnog natjecanja, Zbornik 48. susreta pravnika, Opatije, 2010., str. 110. i dalje.

⁹² Sukladno odredbi čl. 20. st. 4. ZZTN-a omogućava se provedba skraćenog postupka ocjene kontrole koja se provodi na temelju kratkog obrasca prijave. Zakonom se primjerice navode slučajevi kada se provodi skraćeni postupak.

⁹³ Arg. ex. čl. 19. st. 4. ZZTN-a. Način prijave i kriteriji za ocjenu koncentracije detaljno se propisuju Uredbom o načinu prijave i kriterijima za ocjenu koncentracija poduzetnika, Narodne novine br. 38/11.

⁹⁴ Arg. ex. čl. 22. st. 3. ZZTN-a.

⁹⁵ Čl. 20. st. 2. i st. 4. ZZTN.

njenom, ili bi se provodila bez podnošenja obvezatne prijave namjere koncentracije, AZZTN može odrediti prijeko potrebne mjere praćenja poslovanja ili strukturne mjere potrebne za ponovnu uspostavu tržišnog natjecanja na mjerodavnom tržištu, te odrediti rokove za njihovo izvršenje. Prijava namjere koncentracije nije samo indicija, već i pretpostavka zajedničkog djelovanja sudionika koncentracije prema odredbama čl. 5. i 6. ZPDD-a. HANFA može zatražiti mišljenje AZZTN-a povodom prijepornih pitanja koja proizlaze iz ZZTN-a.

Kako je navedena obrambena mjera prvenstveno represivne naravi, njezino je praktično značenje vrlo ograničeno. Na temelju strogog pravila o neutralnosti upravljačke strukture u našem pravu se zabranjuje stjecati udjele u drugim društvima tijekom ponudbenog razdoblja. To bi poslovodni organ, sukladno odredbi čl. 42. st. 7. ZPDD-a, mogao učiniti samo uz prethodno odobrenje glavne skupštine ciljnog društva. Praktična je važnost te mjere u našem pravu gotovo zanemariva, jer je malo izvjesno da u kratkom ponudbenom razdoblju poslovodni organ ciljnog društva sazove glavnu skupštinu, dobije odobrenje za kupnju udjela u trećim društvima koja su preuzimateljevi tržišni konkurenti, da sklopi s njima vertikalni ili horizontalni sporazum po povoljnim uvjetima taj sporazum prijavi AZZTN-u. Stjecanje udjela u društvu koje je ponuditelj tržišni konkurent mora biti dio poduzetničke politike ciljnog društva neovisno o konkretnom postupku preuzimanja. Takva se djelatnost ne može opravdati samo težnjom da se ciljno društvo obrani od nepoželjnog preuzimatelja.

Pokretanje postupka zbog povrede ili zaobilaženja prava tržišnog natjecanja u praksi može imati slab obrambeni učinak. Jedino ako je poslovodni organ prethodno pripremio plan po kojem će, u slučaju nepoželjne ponude, s trećim prijateljskim društvom koje je ponuditelj tržišni konkurent sklopiti sporazum o statusnopravnom ili ugovornopravnom povezivanju, moguće je time ometati nepoželjnog ponuditelja. Tada bi po objavi ponude trebao sazvati glavnu skupštinu, od nje zatražiti odobrenje i sklopiti prethodno pripremljeni pravni posao i AZZTN-u prijaviti prijavu namjere provedbe koncentracije. Kako u pravilu nije izvjesno tko i kada može objaviti ponudu, navedeni scenarij je teško ostvariv, i stvaranje zapreka ponuditelju na temelju prava tržišnog natjecanja nije učinkovita obrambena mjera.

4. Zaključak

Poduzimanje preventivnih obrambenih mjera uređeno je pravom društava, a dopustivost represivnih mjera prosuđuje se na temelju propisa prava preuzimanja. U našem pravu primjenjuje se strogo (striktno) pravilo neutralnosti. Sukladno odredbi čl. 42. st. 1. ZPDD-a poslovodni organ ciljnog društva ne može tijekom ponudbenog razdoblja poduzimati radnje provedba kojih bi mogla ometati ili onemogućiti ponudu za preuzimanje. Izuzetak od tog načela propisan je u obliku postupanja na temelju odobrenja glavne skupštine. Uprava odnosno upravni odbor mogu poduzimati obrambene mjere jedino ako mu je za to dano odobrenje glavne skupštine, koje se daje tek nakon objave javne ponude. Prethodno dano odobrenje glavne skupštine, tj. dano prije tog razdoblja, ne može koristiti. Prisilna pravna odredba čl. 41. st. 1. ZPDD-a, naime, onemogućava upravi odnosno upravnom odboru da poduzima obrambene mjere na temelju odobrenja glavne skupštine danog prije objave javne ponude. Odluka glavne skupštine kao pravni posao ne može se provoditi tijekom ponudbenog razdoblja, ali je po njegovu isteku to ponovo moguće, ako se odobrena radnja poduzima unutar razdoblja za koje je odobrenje dano.

Ograničenje nadležnosti poslovnog organa nije primjereno jer se time ciljno društvo sprječava da tijekom ponudbenog razdoblja koristi poslovne prilike u dinamičnom tržišnom natjecanju. Protivno je interesima ciljnog društva da se njegovim direktorima zabrani da tijekom ponudbenog razdoblja, na temelju pravila slobodne poslovne prosudbe, poduzimaju radnje koje su u interesu društva, ako te radnje nuzgredno imaju obrambeni učinak. I tijekom tog razdoblja uprava odnosno izvršni direktori moraju s dužnom pozornošću voditi poslove društva, a to im se ograničava ili čak i onemogućava. Propisima prava preuzimanja neprimjereno se snažno zadire u nadležnosti poslovnog organa koje su izvorno uređene pravom društava. Što je veće ograničenje djelovanja poslovnog organa, manja je mogućnost otpora ponuditelju, a to izravno smanjuje izgleda da se utječe na povećanje „preuzimateljske premije“. Strogo pravilo neutralnosti ne samo da ciljna društva čini lakšim metama preuzimanja, već se njime sputava nastojanje ili „borba“ upravljačke strukture za povišenje cijene iz ponude, a to potkopava financijske interese manjinskih dioničara. Direktori kao profesionalci najbolje su upućeni u stanje u ciljnom društvu, a analizom ponude i iz drugih izvora mogu predvidjeti namjeru ponuditelja, pa je za pretpostaviti da su oni najmjerodavniji za brzo reagiranje na objavljenu ponudu. Samostalno se djelovanje uprave prema strogom pravilu neutralnosti svodi na obavljanje onih tekućih poslova koji nemaju obrambeni učinak, te na traženje konkurentne ponude. *A contrario*, za sva ostala djelovanja uprave odnosno upravnog odbora kojima se ometa ili onemogućuje ponuda potrebno je odobrenje glavne skupštine koje se daje tek nakon objave javne ponude. Time se otežava samostalno obrambeno djelovanje poslovnog organa. Radi toga je ograničen krug represivnih obrambenih mjera u hrvatskom pravu, a one koje su dopuštene nemaju snažan učinak. Kritika ponude i ponuditelja može zasmetati ponuditelju jedino ako snagom svoje uvjerljivosti odvraća dioničare od prihvata ponude. To će se dogoditi samo u slučajevima kad je dosegnut visok stupanj povjerenja između uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora i dioničara. Traženje konkurentskog ponuditelja odvija neovisno o ponudi, a ako se on i pronađe, ponuditelj ga može eliminirati povišenjem ponudene cijene. Ako se prethodno ne dogovori s bliskim poslovnim partnerom, teško je u praksi očekivati da će se u kratkom razdoblju pronaći konkurentski ponuditelj. Niti profilaktička mjera u vidu protuponude za preuzimanje nema praktičku važnost u hrvatskom pravu. Moguće ju je koristiti samo ako se statutom izrijekom predvidi djelatnost stjecanja udjela u drugim društvima odnosno ako je to redovna djelatnost društva. Promjena imovine ili strukture kapitala teško je provediva u našem pravu zbog pravila slobodne tržišne prosudbe i načela o unosu i održanju kapitala. Pokretanje postupka zbog povrede odredbi prava tržišnog natjecanja ili njihovog zaobilazanja u praksi može imati slab obrambeni učinak.

De lege ferenda predlaže se koncepcijski obrat u ograničavanju slobode djelovanja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora. Ograničenje djelovanja upravljačke strukture tijekom ponudbenog razdoblja treba zadržati radi zaštite interesa ciljnog društva, njegovih dioničara i očuvanja integriteta tržišta kapitala, ali ono treba biti usklađeno s potrebama hrvatskih ciljnih društava i prilagođeno domaćem tržištu kapitala. Striktno pravilo neutralnosti treba zamijeniti dispozitivnim pravilom ublaženog djelovanja uprave, upravnog odnosno nadzornog odbora, koje će ovim organima dati širi normativni prostor za djelovanje u osjetljivom i traumatičnom razdoblju za ciljno društvo, njegove dioničare i zaposlenike. Ako neko društvo želi zadržati striktno pravilo neutralnosti to može učiniti izričitim navođenjem u svojem statutu čime bi se isključila primjena dispozitivnih odredbi o ublaženom djelovanju upravljačke strukture. Tako

bi se ublažilo odstupanje odredbi o postupanju upravljačke strukture tijekom ponudbenog razdoblja u odnosu na opći prisilnopravni režim iz čl. 252. ZTD-a. Drugačije rečeno, takvo bi odstupanje bilo u granicama ustavnopravnih načela primjerenosti i razmjernosti, a što se za sadašnje pravno uređenje ne može kazati.

Marko IVKOŠIĆ, PhD., Associate Professor
University of Split, Faculty of Law
marko.ivkovic@pravst.hr

REPRESSIVE MEASURES OF THE TARGET COMPANY IN CROATIAN LAW OF TAKEOVER JOINT STOCK COMPANY

Summary: The Law on Takeovers of Joint Stock Companies is the main legislative instrument that regulates the takeover procedure in Croatian law. An offeror who exceeds the control threshold is obliged to publish a bid for the takeover for all remaining shares of the target company. Minority shareholders are enabled to withdraw from the company under more favourable conditions in the event of a change of controlling shareholder and it is easier for the bidder to plan transaction costs. The bidding period, which begins on the day of the public announcement of the bid, is a particularly sensitive period for the target company, its shareholders, members of its bodies and employees and other stakeholders. For realisation of the legal and political goal of free decision-making by the shareholders of the target company on (non)acceptance of the published takeover bid and non-interference of the offeror; the operation of the management structure of the target company during this period is significantly limited. The radical exclusion of the basic standard of conducting the company's affairs in the process of taking over *de lege lata* is not appropriate, and therefore should be adjusted to the requirements of the Croatian legal and economic order. It is argued that strong passivation of the management is not a good solution due to the unbalanced interference with the competence of the bodies of the joint stock company. Deviation from the general coercive regime of competence of the bodies should be harmonized with the constitutional principles of adequacy and proportionality. It is proposed, *de lege ferenda*, to relax the strict rule of neutrality by allowing the management to take actions in the interest of the target company during the bidding period, which would be taken by an orderly and conscientious businessman. The paper analyzes five repressive defensive measures: criticism of the bid and the bidder, search for a competitive bidder, counter-offer to take over, change of assets or capital structure and creation of barriers based on competition law. The practical effect is determined for each measure.

Keywords: takeover of joint-stock companies, target company, repressive defensive measures, takeover bid, neutrality rule.