

Modernizacija i usklađivanje prava društava u Republici Hrvatskoj sa pravnom stečevinom Europske unije i načelo transparentnosti podataka

Prof. dr. sc. Hana Horak
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: hhorak@efzg.hr

Dr. sc. Kosjenka Dumančić
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: kdumancic@efzg.hr

Kristijan Poljanec, mag. iur.
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: kpoljanec@efzg.hr

***Sažetak:** Transparentnost podataka o trgovačkom društvu doprinosi zaštiti samih članova društva, vjerovnika, trećih zainteresiranih osoba te svih dionika na tržištu. Dostupnost, pravovremenost, istinitost i potpunost podataka o trgovačkom društvu doprinosi izgradnji učinkovitog tržišta kapitala. Važnost ostvarenja načela transparentnosti posebice dolazi do izražaja u uvjetima prekogranične aktivnosti društava na unutarnjem tržištu. U radu prikazana iskustva RH u usklađivanju prava društava u ovom području mogu poslužiti kao koristan model za države koje se trenutačno nalaze u eurointegracijskom procesu. U radu autori daju sumarni prikaz recentne sudske prakse Europskog suda u pogledu transparentnosti financijskih podataka trgovačkih društava u skladu s načelom „istinitog i poštenog uvida.“ U nastavku se također prikazuju izmjena i dopuna hrvatskog Zakona o sudskom registru kojima se provela daljnja modernizacija i harmonizacija hrvatskog registarskog prava. Navedeno je učinjeno implementacijom nekih direktiva u području objave podataka, usklađivanja zaštitnih mjera i prilagodbe određenih direktiva u području trgovačkog prava radi pristupanja RH u punopravno članstvo EU.*

***Ključne riječi:** EU, transparentnost, Zakon o sudskom registru, integritet tržišta kapitala, usklađivanje nacionalnog prava društava*

Abstract: *Transparency of information on companies contributes to the protection of shareholders, creditors, third parties and all stakeholders in the market. Attainability, promptness, authenticity and integrity of information on company contributes to establishment of efficient capital market. The importance of transparency especially arises in cases including cross-border activity of companies in the Internal Market. Croatian experiences given in this paper regarding harmonisation of company law in field of transparency requirements can serve as a useful role-model for countries which are currently part of Eurointegration process. In this paper authors give a brief overview of recent ECJ's case law on transparency of financial accounts of companies in accordance with principle of true and fair view. Hereinafter an overview of recently adopted amendments to Croatian Law on Court Registry is given, by which further modernisation and harmonisation of Croatian registry law was enforced. That was accomplished by measures of implementation of certain directives in field of disclosure requirements, coordination of safeguards and adjusting of certain directives in field of commercial law, due to reasons of entering of Republic of Croatia to the EU.*

Keywords: *EU, transparency requirements, Law on Court Registry, capital market integrity, harmonisation of Company Law*

UVOD

Transparentnost podataka o društvu, kako onih financijske tako i onih nefinancijske prirode, važna je radi izgradnje povjerenja članova društva, vjerovnika i trećih osoba u samo društvo,¹ te radi učinkovite izgradnje i očuvanja integriteta tržišta kapitala.² Potreba za pravovremenim i istinitim uvidom u podatke o trgovačkom društvu posebice dolazi do izražaja na unutarnjem tržištu Europske unije³ na kojem se odvijaju poslovne aktivnosti s prekograničnim obilježjem čije se pravne i gospodarske posljedice protežu na veći broj država članica.⁴ Zbog svoje važnosti za uredno funkcioniranje tržišnih odnosa, ovo interdisciplinarno područje već je neko vrijeme u fokusu domaće⁵ i europske pravne znanosti.⁶ Ovaj rad bavi se

¹ Tako i Barbić, Jakša, *Pravo društava, Knjiga prva: Opći dio*, treće, izmijenjeno izdanje, Zagreb, 2008., str. 528. V. Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Usklađivanje u području prava društava Republike Hrvatske s pravnom stečevinom EU*, Pravo i porezi, 20:5/2011, str. 86-93. Isto Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Harmonisation of the Croatian Company Law with *acquis communitaire* of the European Union* u: Horak, Hana; Bodiroga Vukobrat Nada; Dumančić, Kosjenka; Šafranko, Zvonimir (ur.), *Hrvatsko i europsko pravo društava/Croatian&European Company Law*, Zbornik radova/Proceedings, Zagreb, 2012., str. 7., dostupno na pars.rs/ddownload/_params/file_id/4198.html, [8. 4. 2014].

² V. recital 2., 12., 16. i 24. Direktive 2003/6/EC Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o insajderskom poslovanju i manipulaciji tržištem (zlouporaba tržišta), OJ L 96, 2003, str. 16.

³ Dalje kao: EU.

⁴ Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *loc. cit.*

⁵ Između ostalih, detaljno o pravilima publiciteta u europskom pravu društava v. u Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka; Pecotić Kaufman, Jasminka, *Uvod u europsko pravo društava*, Zagreb, 2010., str. 272-284. O ulozi načela transparentnosti kao jamstvu informiranosti dionika tržišta kapitala v. u Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Transparency and Disclosure as key elements for companies and markets* u: Horak, Hana (ed.), 2nd International Conference: Legal and Economic Aspects of Corporate Governance – Market Transparency and Disclosure in Private and Public Companies, Proceedings, Zagreb, 2013., str. 10-21, dostupno na <http://web.efzg.hr/dok/KID//Zbornik%20s%20konferencije%20o%20korp%20%20upr%20%202013%20.pdf>. O uspostavi transparentnosti hrvatskih trgovačkih društava uoči punopravnog članstva u EU v. u Gažić, Ivana, *Zagreb Stock Exchange: Establishing rules of Transparency of Croatian Companies in Light of soon entrance to EU* u: Horak, Hana (ed.), 2nd International Conference: Legal and Economic Aspects of Corporate Governance – Market Transparency and Disclosure in Private and Public Companies, Proceedings, Zagreb, 2013, str. 45-54, dostupno na <http://web.efzg.hr/dok/KID//Zbornik%20s%20konferencije%20o%20korp%20%20upr%20%202013%20.pdf>. O potrebi prilagodbe hrvatskog prava pravu EU glede financijskog izvještavanja v. u Pervan, Ivica, *Financial Reporting for Croatian listed companies – need for harmonization with EU regulation*, dostupno na <http://ssrn.com/abstract=2237953>, [14.3.2014.].

⁶ V. Gilotta, Sergio, *The conflict between disclosure in securities markets and firm's need for confidentiality: theoretical framework and regulatory analysis*, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1709334>, [7.4.2014.]. O transparentnosti u pogledu društveno odgovornog upravljanja v. Gergely Szabó, Dániel, *Disclosure of material CSR information in the periodic reports – comparison of the mandatory CSR disclosure systems for listed companies in the EU and the US*, LSN Research Paper Series, No. 10-20, dostupno na:

određenim aspektima transparentnosti podataka koji su se pojavili u odabranoj praksi Europskog suda,⁷ a koje je Sud razmatrao u svjetlu direktiva iz područja prava društava i prava tržišta kapitala. Rad se bavi aktualnom revizijom Direktive o transparentnosti⁸ kao i prijedlogom Europske komisije⁹ u pogledu koraka koje bi trebalo poduzeti na polju daljnjeg razvoja transparentnosti tzv. nefinancijskih podataka kao što su podaci o politici zaštite okoliša, politici korporativnog upravljanja trgovačkim društvom i dr. Prikazom recentnih tendencija u zakonodavstvu i sudskoj praksi EU autori nastoje prikazati pravno-gospodarski kontekst u kojem bi se trebala odvijati daljnja modernizacija i kontinuirano usklađivanje hrvatskog prava s pravom EU. U radu su prikazane pojedine izmjene hrvatskog registarskog prava iz prosinca 2013. g., koje su posljedica implementacije direktiva u području transparentnosti europskog prava društava. Po ulasku u punopravno članstvo nacionalno pravo se nastavlja usklađivati sa pravom EU, te je ovaj rad prilika da se javnost upozna sa promjenama koje bi trebale uslijediti u Republici Hrvatskoj¹⁰ u vremenu koje slijedi. Prikazom izabrane prakse Suda, autori razmatraju koja su se to pitanja u pogledu transparentnosti podataka relativno nedavno pojavila kao sporna i kakav je stav Sud pritom zauzeo. Cilj rada je ponuditi moguće odgovore na neka od tih pitanja. Prikazom promjena u zakonodavstvu EU i RH, cilj je autora doprinijeti aktualnim raspravama glede afirmacije načela transparentnosti kao integrativnog čimbenika tržišta kapitala. Autori zaključuju kako iskustva RH na putu stjecanja punopravnog članstva u EU, zbog sličnosti pravno-povijesnog konteksta, mogu koristiti i zemljama u neposrednom susjedstvu na putu u punopravno članstvo EU.

<http://ssrn.com/abstract=1927232>, [7.4.2014.]. O transparentnosti u pogledu društveno odgovornog upravljanja i politike očuvanja okoliša v. Monciardini, D., *Good Business? The struggles for regulating ESG disclosure*, Onati Socio-legal series [online], 2(3), 1-23, dostupan i na <http://ssrn.com/abstract=2041918>, [14.3.2014.]. O ekonomskim učincima implementacije sekundarnog zakonodavstva EU, posebice na porast likvidnosti trgovačkih društava, v. recentan članak Christensen, Hans B.; Hail, Luzi; Leuz, Christian, *Capital-Markets Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation and Enforcement*, Finance Working Paper No. 407/14, dostupan na http://ssrn.com/abstract_id=1745106, [5.4.2014].

⁷ Dalje kao: Sud.

⁸ Direktiva 2004/109/EC Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću podataka o izdavateljima čijim se vrijednosnim papirima trguje na uređenom tržištu, OJ L 390, 2004, str. 38. Dalje kao: Direktiva o transparentnosti.

⁹ Dalje kao: EK.

¹⁰ Dalje kao: RH.

Načelo transparentnosti u odnosima društvo – član društva u izabranim presudama Europskog suda

Zakašnjenje s objavom podatka o očekivanoj promjeni predsjednika upravnog odbora društva - povreda prava člana na obaviještenost ili zaštita legitimnih interesa društva?

U predmetu *Markus Gettl v Daimler AG*¹¹ pokrenut je prethodni postupak povodom zahtjeva njemačkog Saveznog suda radi tumačenja pojedinih odredbi Direktive o zlouporabi tržišta¹² i Direktive o definiciji i javnoj objavi insajderskih podataka i definiciji manipulacije tržištem.¹³ Markus Gettl, dioničar društva Daimler AG, tvrdio je da je pretrpio štetu uslijed zakašnjele objave podatka od strane Daimler AG da će predsjednik upravnog odbora društva prijevremeno otići s dužnosti. Dotadašnji predsjednik upravnog odbora pripremao je svoj odlazak u razdoblju od nekoliko mjeseci, postepeno obavještavajući organe društva o svojoj namjeri.¹⁴ Na dan objave podatka o promjenama na čelu upravnog odbora, ali prije negoli je taj podatak javno priopćen upravama burzi i njemačkom Saveznom uredu za nadzor financijskih usluga,¹⁵ cijena Daimlerovih dionica narasla je zahvaljujući izvješću o uspješnom poslovanju društva u drugom kvartalu 2005. g.¹⁶ Nakon objave podatka o promjenama na čelu društva, cijene Daimlerovih dionica ponovno su naglo skočile.¹⁷ Markus Gettl i niz ostalih investitora, koji su svoje dionice prodali ranije tog dana, tj. prije javne objave podatka o promjenama na čelu društva, podnijeli su tužbu protiv Daimler AG s naslova odgovornosti za štetu zbog nepravovremene *ad hoc* objave.¹⁸ Ključno pitanje o kojem je Sud odlučivao je

¹¹ Case C-19/11, *Markus Gettl v Daimler AG* [2012] ECR I-0000. Dalje kao: *Markus Gettl*, uz navođenje odjeljka.

¹² Čl. 1. t. 1. Direktive 2003/6/EC Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o insajderskom poslovanju i manipulaciji tržištem (zlouporaba tržišta), OJ L 96, 2003, str. 16. Ista je dopunjena Direktivom 2008/26/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka 2008, u pogledu implementacijskih ovlasti Komisije, OJ L 81, 2008 te Direktivom 2010/78/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenog 2010. kojom se dopunjuju Direktive 98/26/EZ, 2002/87/EZ, 2003/6/EZ, 2003/41/EZ, 2003/71/EZ, 2004/39/EZ, 2004/109/EZ, 2005/60/EZ, 2006/48/EZ, 2006/49/EZ i 2009/65/EZ glede ovlasti Europskog nadzornog tijela (Europskog bankarskog tijela), Europskog nadzornog tijela (Europskog tijela za osiguranje i profesionalne mirovine) i Europskog nadzornog tijela (Europsko tijelo za vrijednosne papire i tržišta)(tekst od važnosti za EGP), OJ L 331, 2010, str. 120-161. Dalje kao: Direktiva o zlouporabi tržišta.

¹³ Čl. 1. st. 1. Direktive EK 2003/124/EC od 22. prosinca 2003. kojom se primjenjuje Direktiva 2003/6 u pogledu definicije i javne objave insajderskih podataka i definicije manipulacije tržištem, OJ L 339, 2003, str. 70. Dalje kao: Direktiva o implementaciji Direktive o zlouporabi tržišta.

¹⁴ *Markus Gettl*, paras 12-17.

¹⁵ Njem. Finanzdienstleistungsaufsicht.

¹⁶ *Markus Gettl*, para 19.

¹⁷ *Markus Gettl*, para 19.

¹⁸ *Markus Gettl*, para 20.

pitanje trenutka u kojem je podatak relevantan za cijenu dionice na tržištu kapitala trebao biti javno objavljen odnosno u kojem je trenutku on postao tzv. insajderski podatak presudan za određivanje cijene dionice, a kojeg je trebalo učiniti dostupnim javnosti. Pitanja postavljena Sudu u osnovi su se odnosila na pitanje da li se, u slučaju kada se duže vrijeme poduzimaju međukoraci u cilju da dovedu do određenog događaja tj. *in concreto* do promjene predsjednika upravnog odbora, treba uzeti da samo taj budući događaj ima svojstva „preciznog“ podatka, kao sastojak „insajderskog“ podatka koji treba biti objavljen ili se već i međukoraci koji dovode do budućeg događaja i sami mogu smatrati „preciznim“ podatkom pa bi time trebali biti objavljeni.¹⁹ S obzirom da se podatak smatra preciznim, *inter alia*, ako upućuje na okolnosti koje postoje ili se razumno može očekivati da će nastati,²⁰ Sudu je postavljeno pitanje stupnja vjerojatnosti koji se traži da bi se moglo očekivati da će okolnost nastati.²¹

Sud je u osnovi zaključio da se u konkretnom slučaju radi o potrebi određivanja što se smatra „preciznim“ podatkom kao pretpostavkom postojanja „insajderskog“ podatka,²² a koji bi se morao javno objaviti, odnosno kada je podatak o promjeni predsjednika upravnog odbora postao „precizan“ i time pogodan za objavu kao financijski relevantan.

Sud je u presudi rekao kako bi neuzimanje kao preciznih postojećih i očekivanih međukoraka u postupku, koji bi trebao dovesti do nekog budućeg događaja dovelo do otklanjanja obveze na javnu objavu tog podatka, iako može biti riječ o vrlo preciznom podatku uz kojega mogu biti ispunjene i druge pretpostavke „insajderskog“ podatka.²³ U takvoj situaciji postoji opasnost da se ugroze ciljevi Direktive o zlouporabi tržišta i da se da prednost jednoj skupini ulagača u odnosu na drugu.²⁴ Time je sud jasno potvrdio da međukoraci u nekom postupku unutar društva mogu imati značenje precizne obveze,²⁵ što dalje znači i obvezu njihove objave na tržištu radi ravnopravnosti svih dionika tržišta kapitala.²⁶

¹⁹ *Markus Gelt*, para 23(1).

²⁰ Čl. 1. st. 1. Direktive o zlouporabi tržišta.

²¹ *Markus Gelt*, para 23(2).

²² *Markus Gelt*, para 26.

²³ *Markus Gelt*, para 35.

²⁴ *Markus Gelt*, para 36. Vidi i predmet C-45/08, *Spector Photo Group and Vaen Raemdonck* [2009] ECR I-12073, paras 37, 41, 61 i 62. U tom kontekstu v. C-391/04, *Georgakis* [2007] ECR I-3741, para 38, te C-384/02, *Grongaara-Bang* [2005] ECR I-9939, paras 22. i 23.

²⁵ *Markus Gelt*, paras 38. i 40.

²⁶ Iako načelno ocijenjeno kao negativno, trgovanje insajderskim podacima smatra se sredstvom ublažavanja suprotstavljenih interesa – potrebe za transparentnošću i potrebe za povjerljivošću informacija. Naime, trgovanje insajderskim podacima može dovesti do prilagođavanja cijena vrijednosnica na tržištu, bez potrebe za objavom podataka. Prema „vanjskoj“ slici koju daje ponašanje insajdera, mogu se izvesti zaključci da se nešto događa unutar društva. Na taj način društvo zadržava nadzor nad informacijama, ali se ujedno povećava informacijska učinkovitost tržišta kapitala. V. više

Glede stupnja vjerojatnosti nastanka okolnosti na koje mora upućivati podatak da bi se smatrao preciznim, Sud je ustvrdio da je dovoljno da se radi o budućim okolnostima iz kojih, temeljem okolnosti cijelog slučaja, proizlazi da je realno očekivati da će se dogoditi te ista ne ovisi o tome u kojoj će mjeri te okolnosti utjecati na cijene financijskih instrumenata na tržištu kapitala.²⁷

Iz navedene presude, može se zaključiti da obveza društva da učini javno dostupnim podatke o promjenama u upravljanju društvom ne nastaje tek po okončanju postupka koji je do promjene doveo, već radi zaštite članova društva i sudionika tržišta kapitala, nastaje čim se pojavi neki precizni podatak koji može značajno utjecati na cijene financijskih instrumenata, koje je društvo izdalo. Ekstenzivnim tumačenjem navedenih odredbi Direktive o zlouporabi tržišta Sud je imao za cilj proširiti krug slučajeva u kojima se štite investitori, čime se doprinosi očuvanju integriteta financijskog tržišta i očuvanju povjerenja u ista.²⁸ Pored toga, veća transparentnost poslovanja znači i viši stupanj povjerenja u društvo, što u konačnici snižava cijenu pozajmljenog kapitala²⁹ i povećava opću likvidnost,³⁰ a time i bolju alokaciju kapitala.³¹

kod Gilotta, Sergio, *The conflict between disclosure in securities markets and firm's need for confidentiality: theoretical framework and regulatory analysis*, str. 44-45. dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1709334>, [7. 4.2014].

²⁷ Markus Geltl, *para* 56.

²⁸ O implikacijama navedenog predmeta na definiranje insajderskog podatka vidi Papadopoulos, Thomas, *The Market Abuse Directive and the Notion of Inside Information - Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG (October 31, 2012)*, *Hellenic Review of European Law* 32:2-3/2012, str. 257-264. Dostupno na <http://ssrn.com/abstract=2267295>, [9. 4. 2014.].

²⁹ U ekonomskoj teoriji, razvijen je tzv. „model samointeresa“ (*self-interest model*) po kojem društva imaju samorazumljivu potrebu poslovati transparentno na način da objavljuju pozitivne vijesti koje snižavaju cijenu kapitala, a da istovremeno nastoje sakriti loše vijesti koje kapital poskupljuju. S obzirom da investitori svaki propust u objavi neke informacije tumače kao skrivanje loših vijesti, društva, očekujući takvu reakciju, nastoje učiniti vidljivim i „dobre“ i „loše“ vijesti. Na ovom modelu temelji se ideja dobrovoljne objave podataka o društvu (*voluntary disclosure*) naspram prisilne objave propisa zakonom (*mandatory disclosure*). O tome v. više u Gilotta, Sergio, *The conflict between disclosure in securities markets and firm's need for confidentiality: theoretical framework and regulatory analysis*, str. 8, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1709334>, [7.4.2014.]. o kritici navedenog modela i afirmaciji ideje prinudne objave, kakvu danas poznajemo, v. *ibid.*, str. 9-12. Autori smatraju kako obveznost objave podataka i njihove dostave i upisa u javne registre treba imati prednost pred eventualnom dobrovoljnom objavom jer se na taj način ostvaruje načelo javnosti podataka, koje dalje omogućuje postojanje presumpcije da je svatko upoznat s onim što je objavljeno odnosno upisano. O načelu javnosti sudskog registra v. više u Barbić, *op. cit.* (ref. 1), str. 539-543.

³⁰ V. Christensen, Hans B.; Hail, Luzi; Leuz, Christian, *Capital-Markets Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation and Enforcement*, Finance Working Paper No. 407/14, str. 9. i 16. Dostupno na http://ssrn.com/abstract_id=1745106, [5.4.2014].

³¹ Tako i Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Harmonisation of the Croatian Company Law...*, *cit.*, str. 13. U osnovi, nedostatna ili asimetrična informiranost u odnosu investitor - društvo najviše šteti samom

Raskid ugovora o kupoprodaji dionica u slučaju netočnih podataka objavljenih u prospektu društva – moguće posljedice po načelo održanja kapitala društva i jednak tretman članova društva

U predmetu *Alfred Hirmann v Immofinanz AG*³² riječ je o prethodnom postupku pokrenutom od strane bečkog Trgovačkog suda povodom spora između dioničara i dioničkog društva, a koji se ticao građanskopravne zaštite ulagatelja u slučaju kupnje dionica temeljem netočnih podataka objavljenih u prospektu. Naime, u konkretnom slučaju Alfred Hirmann kupio je dionice društva Immofinanz u vrijednosti 10.013,75 EUR posredstvom društva Aviso Zeta AG na sekundarnom tržištu kapitala.³³ Aviso Zeta AG je ujedno postala skrbnik dionica Alfreda Hirmanna. Alfred Hirmann podiže tužbu protiv Immofinanza tvrdeći da su njegove dionice kupljene preko društava kćeri Aviso Zeta, koje je ujedno vladajuće društvo u odnosu na Immofinanz, u cilju manipulacije tržištem.³⁴ Hirmann je tvrdio kako se u prospektu navodilo da kupnja predstavlja sigurno i nerizično ulaganje, no ispostavilo se da su tamo sadržani podaci bili nepotpuni, pogrešni i zavaravajući, zbog čega je protiv bivših članova upravnog odbora Immofinanza pokrenut kazneni progon.³⁵ U tim okolnostima Alfred Hirmann podiže tužbu radi raskida ugovora o kupoprodaju dionica i naknade štete. Pritom je tražio naknadu u iznosu jednakom početnoj cijeni dionice, s pripadajućim kamatama, s tim da će vratiti dobivene dionice Immofinanzu.³⁶ Prema mišljenju Immofinanza, takav zahtjev predstavljao bi kršenje načela prava EU i nacionalnog prava o održanju temeljnog kapitala društva i ravnopravnosti dioničara.³⁷ Sudu je postavljeno nekoliko pitanja tumačenja odredbi nacionalnog prava, koje su rezultat implementacije Direktive o transparentnosti,³⁸ o prospektu³⁹ i o zlouporabi tržišta⁴⁰ u odnosu na pravila o

društvu jer investitori ne mogu razlikovati društva u koja se isplati ulagati, tj. „dobra“ i „loša“ društva. Tako i Pervan, Ivica, *Financial Reporting for Croatian listed companies – need for harmonization with EU regulation*, str. 2, dostupno na <http://ssrn.com/abstract=2237953>, [14.3.2014.].

³² Case C-174/12, *Alfred Hirmann v Immofinanz AG* [2013] ECR I-0000. Dalje kao *Hirmann*, uz navođenje odjeljka.

³³ *Hirmann*, para 16.

³⁴ *Hirmann*, para 17.

³⁵ *Hirmann*, para 18.

³⁶ *Hirmann*, para 19.

³⁷ *Hirmann*, para 20.

³⁸ Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s podacima o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenom tržištu, kojom se mijenja i dopunjuje Direktiva 2001/34/EZ, OJ L 390, 2004, str. 38.

³⁹ Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenog 2003. o prospektu kojeg se treba objaviti pri javnoj ponudi vrijednosnih papira ili kojima se trguje na uređenom tržištu i kojom se dopunjuje Direktiva 2001/34/EZ, OJ L 345, 2003, str. 64.

⁴⁰ Direktiva 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o insajderskom poslovanju i manipulaciji tržištem (zlouporaba tržišta), OJ L 96, 2003, str. 16

održanju temeljnog kapitala i zabrani stjecanja vlastitih dionica iz tzv. Druge direktive.⁴¹ Naime, tri direktive i temeljem njih harmonizirano nacionalno pravo predviđaju odgovornost društva za povredu pravila o pružanju podataka ulagateljima, no pitanje je da li je to kompatibilno s jednim drugim izvorom europskog prava društava, Drugom direktivom. U ovom se predmetu zapravo raspravlja (i) o kompatibilnosti izvora europskog prava društava i prava tržišta kapitala koji u istoj pravnoj situaciji nude *prima facie* suprotna rješenja. U tom se smislu postavilo pitanje da li pojedine odredbe Druge direktive trebaju biti tumačene na način da isključuju pravila nacionalnog prava koje u slučaju odgovornosti društva predviđaju mogućnost povrata cijene uz istovremeni otkup vlastitih dionica.⁴² Pred Sudom se postavilo pitanje da li društvo u smislu Druge direktive može odgovarati i neto imovinom te da li ono odgovara čak i pod prijetnjom da postane insolventno.⁴³ Postavilo se pitanje tumačenja Direktive o zaštitnim mjerama, u smislu da li ista isključuju pravila nacionalnog prava koja dozvoljavaju retroaktivni raskid kupoprodaje dionica, na način da je moguć samo *ex nunc* raskid.⁴⁴ Naposljetku, da li pravila Druge direktive i Direktive o zaštitnim mjerama⁴⁵ treba tumačiti na način da se odgovornost društva ograniči na vrijednost dionica tj. tržišnu vrijednost dionica u vrijeme podizanja tužbe, a ne u vrijeme kupnje dionica, što možete dovesti do toga da se dioničaru vrati manji iznos nego iznos koji je platio.⁴⁶

Sud je potvrdio da je cilj Druge direktive očuvanje temeljnog kapitala, te jednak tretman dioničara.⁴⁷ No, kako po smislu tako i po dikciji, odredbe Druge direktive služe uređivanju samo internih pravnih odnosa društva i njegovih dioničara koji proizlaze iz internih akata društva.⁴⁸ Iz toga slijedi da navedene odredbe ne mogu isključivati odredbe nacionalnog zakonodavstva o odgovornosti društva za davanje netočnih podataka i posljedičnu obvezu povrata cijene kupcu jednaku kupoprodajnoj cijeni i otkupa dionica.⁴⁹ Naime, poručuje Sud, odgovornost društva prema ulagatelju koji je istovremeno i dioničar, zbog protupravnog ponašanja prije ili u trenutku sklapanja ugovora ne proizlazi iz internih

⁴¹ Druga direktiva Vijeća 77/91/EEZ, od 13. prosinca 1976., o koordinaciji zaštitnih mehanizama koje, u svrhu zaštite interesa članova i ostalih, države članice zahtijevaju od društava u smislu čl. 58. Ugovora, s obzirom na osnivanje dioničkih društava i održavanje i promjenu njihovog temeljnog kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama (OJ L 26, 1977., str.1), kako je ista dopunjena Direktivom Vijeća 92/101/EEZ od 23. studenog 1992., OJ L 347, 1992, str. 64.

⁴² *Hirrmann, para 22.*

⁴³ Sud je ovo pitanje smatrao hipotetskim i stoga na isto nije dao odgovor. *Hirrmann, para 46-48.*

⁴⁴ *Hirrmann, para 21(4).*

⁴⁵ Direktiva 2009/101/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o usklađivanju zaštitnih mjera koje, radi zaštite interesa članova i trećih strana, države članice zahtijevaju za trgovačka društva u smislu članka 48. Stavka 2. Ugovora, s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mjera (OJ L 258, 1.10.2009.).

⁴⁶ *Hirrmann, para 21(5).*

⁴⁷ V. recital 4. Druge direktive.

⁴⁸ *Hirrmann, para 27.*

⁴⁹ *Hirrmann, para 28.*

akata društva i nije rezultat internih odnosa, već ista proizlazi iz ugovora o stjecanju dionica.⁵⁰ Time je jasno razgraničio tipove odnosa koji postoje u društvu, tj. utvrdio dualitetnu prirodu odnosa istih osoba i istog društva. Ovakvom interpretacijom odnosa unutar članske strukture ne samo da je Sud utvrdio da postoji odnos član – društvo i investitor – društvo, već je time utrt put razlikovanju oblika odgovornosti za štetu članu društva.⁵¹ Time je Sud razriješio sporno pitanje o poštivanju načela jednakog tretmana članova društva. Dioničar, koji trpi štetu zbog protupravnog ponašanja društva prije ili u trenutku kupnje dionica, nije u istom položaju kao onaj dioničar čiji pravni položaj nije povrijeđen takvim činom.⁵² Iz načela jednakosti članova u jednakim situacijama⁵³ proizlazi *a contrario* da u nejednakim situacijama članovi trebaju uživati nejednak tretman. Upravo zbog ovakvih situacija i postoji iznimka o pravu na stjecanje vlastitih dionica društva onda „kada je društvo u obvezi to učiniti.“⁵⁴ Ta iznimka bi se stoga, pa i u hrvatskom pravu, mogla koristiti kao opravdanje stjecanja vlastitih dionica kao posljedice utvrđenja odgovornosti zbog povrede pravila o pružanju potpunih podataka u prospektu izdavatelja.⁵⁵ Nadalje, po stavu Suda, budući da u navedenoj situaciji nije riječ o povratu uplaćenog kapitala članu društva već o kompenzaciji stjecatelju/investitoru/kupcu dionica, koji je pretrpio štetu zbog povrede obveze od strane društva, nema mjesta primjeni pravila Druge direktive o zabrani povrata uplaćenih uloga članu društva kao ni pravila o zabrani stjecanja vlastitih dionica.⁵⁶

⁵⁰ *Hirmani, para 29.*

⁵¹ U konkretnom slučaju radi se, prema stavu Suda, o ugovornoj odgovornosti za štetu. Istu stoga treba razlikovati od odgovornosti zbog povrede odredbi statuta, društvenog ugovora, ali i raznih internih pravilnika društva jer bi se tada radilo o izvanugovornoj odgovornosti za štetu. Ono što bi trebalo dodati na stav Suda o ugovoru kao temelju odgovornosti je i mogućnost postojanja i predugovorne odgovornosti (*culpa in contrahendo*). Naime, i sam Sud govori o nepravilnom postupanju „prior or at the time of purchase (...)“, što bi dalo naslutiti da bi se moglo raditi i o povredi obvezi na transparentnost u pregovorima. Budući da i Zakon o obveznim odnosima (Narodne novine, br. 35/05, 41/08, 125/11, dalje kao: ZOO, uz navođenje članka) u čl. 251. st. 2. predviđa posebna pravila za predugovornu odgovornost, nije nebitno kako će se ista okvalificirati, pogotovo ako bi se radilo o sporu s međunarodnim obilježjem, budući da se po raznim nacionalnim pravima predugovorna odgovornost različito kvalificira.

⁵² *Hirmani, para 30.*

⁵³ V. čl. 42. Druge direktive. Vidi presudu suda o ovom načelu u predmetu C-101/08, *Audiolux SA and Others v Groupe Bruxelles Lambert SA and Others and Bertlesmann AG and Others* [2009] ECR I-9823, paras 37-42.

⁵⁴ *Hirmani, para 31.*

⁵⁵ V. čl. 233. st. 3. t. 3. Zakona o trgovačkim društvima (NN, br. 111/93, 34/99, 121/99 – vjerodostojno tumačenje, 52/00 – Odluka Ustavnog suda RH, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 152/11 – pročišćeni tekst, 111/12 i 68/13). Dalje kao: ZTD, uz navođenje članka. O pravnim posljedicama nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica v. više u Markovinović, Hrvoje, *Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica*, Zbornik radova s II. skopsko-zagrebačkog pravnog kolokvija, Skopje, 2009, str. 75-90.

⁵⁶ *Hirmani, para 32.*

Odredbe sve tri direktive⁵⁷ propisuju kako su države članice dužne osigurati da se, *u skladu sa odredbama nacionalnog prava* (naglasili autori), prikladne upravne mjere ili kazne mogu poduzeti ili nametnuti prema odgovornim osobama. U slučaju nepoštivanja odredbi nacionalnog prava koje je rezultat implementacije triju direktiva, pri čemu takve mjere moraju biti učinkovite, razmjerne i obeshrabrujuće. Sud je pritom konstatirao kako je točno da, za razliku od Direktive o prospektu, druge dvije direktive ne spominju izriječno građanskopravnu odgovornost.⁵⁸ Obzirom na raniju sudsku praksu,⁵⁹ a u nedostatku europskih pravila o naknadi štete i mogućnosti izricanja naknada šteta penalnog karaktera⁶⁰ odredbama nacionalnom prava svake države članice biti će određen sustav pravila o opsegu odgovornosti za štetu. Uz uvjet poštivanja načela jednakosti i učinkovitosti, Sud je istaknuo kako „države članice imaju široki prostor diskrecije u izboru sankcija za slučaj povrede obveza izdavatelja vrijednosnica koje proizlaze iz triju direktiva⁶¹ te da je na državama da odrede vrstu građanskopravne kompenzacije.⁶² U tom smislu, presudio je da režim građanskopravne odgovornosti koji je predviđen kao posljedica kršenja pravila o pružanju podataka investitoru u konkretnom slučaju predstavlja prikladnu mjeru.⁶³

Posljednje upućena pitanja ticala su se, kako je *supra* spomenuto, mogućnosti da raskid ugovora o kupoprodaji dionica ima retroaktivan (*ex tunc*) učinak te kakve bi to posljedice moglo imati po samo društvo i po opseg njegove odgovornosti. Naime, Immofinanz je tvrdilo da bi retroaktivni raskid ugovora i povrat izvorno uloženog mogao dovesti do ništetnosti društva.⁶⁴ No, Sud, pozivajući se na iscrpnu listu razloga ništetnosti s jedne strane, te smisao odredbi o raskidu ugovora i povratu plaćenog s druge strane,⁶⁵ odbacuje takav stav. S time u vezi stoji i pitanje, ako dođe do raskida ugovora, da li se odgovornost za povrat uloženog svodi na ranije plaćenu cijenu (učinak raskida *ex tunc*) ili na povrat cijene u vrijeme podnošenja tužbe (*ex nunc*).

Sud je, pozivajući se na već ranije iznesen stav o diskreciji država članica u pogledu primjene režima građanskopravne odgovornosti, zaključio „kako je jasno da izbor između

⁵⁷ V. čl. 25(1) Direktive o prospektu, čl. 28(1) Direktive o transparentnosti i čl. 14(1) Direktive o zlouporabi tržišta.

⁵⁸ *Hirrmann, para 40.*

⁵⁹ V. spojeni predmeti C-295/04 do C-298/04, *Manfredi and Others* [2006] ECR I-6619, *para 92* te relativno novija presuda u predmetu C-536/11, *Donau Chemie and Others* [2013] ECR I-0000, *paras 25-27.*

⁶⁰ Engl. *punitive damages.*

⁶¹ *Hirrmann, para 41.*

⁶² *Hirrmann, para 42.*

⁶³ *Hirrmann, para 43.*

⁶⁴ V. Mišljenje nezavisnog odvjetnika Sharpstona od 12. rujna 2013., *para 90.*

⁶⁵ Sud je jasno rekao kako je smisao nacionalnog prava o raskidu u ostvarenju načela restitucije – osigurati da se oštećeni vrati u položaj u kojem se nalazio prije poduzimanja čina koji mu je prouzročio štetu. V. *Hirrmann, para 53.*

pravila građanskopravne odgovornosti koja osiguravaju povrat kupcu iznosa jednakog kupoprodajnoj cijeni dionice, s pripadajućim kamatama, i pravila koja ograničavaju tu odgovornost na isplatu cijene dionice važeće u vrijeme podnošenja tužbe radi naknade štete spada u *nadležnost država članica* (istaknuli autori).⁶⁶ Sud je odgovorio kako se odredbe Druge direktive imaju tumačiti na način da odgovornost za štetu po nacionalnom pravu u predmetnom sporu nije nužno ograničena na vrijednost dionica, izračunatoj prema cijeni dionica na tržištu u vrijeme podnošenja tužbe.⁶⁷

Na razini EU nemamo jedinstveno uređenje posljedica raskida ugovora. Pritom se postavlja pitanje kako izbjeći pravnu nesigurnost glede posljedica raskida, posebice važnu u poslovanju s vrijednosnicama, imajući na umu mogući prekogranični karakter pravnog posla? Mogući odgovor leži u ugovaranju mjerodavnog prava za ugovor, po kojem bi se ocjenjivale i posljedice prestanka ugovora. Na taj način i jedna i druga strana, vodeći računa kakve su posljedice raskida po izabranom pravu, svaka na sebe preuzima rizik fluktuacije cijena dionica.⁶⁸ Budući da širina obveze zapravo ovisi o promjenama u cijeni dionice, te koje god da se pravo ugovori, stranke obostrano preuzimaju rizik da će platiti više odnosno dobiti manje nego što bi da su ugovorili neko drugo pravo, koje veže drugačije učinke uz povrat. Stoga je potpunu pravnu sigurnost teško postići.

Navedena presuda može se staviti u pravni kontekst RH. Pritom treba ukazati na dvije stvari. Prvo, kako protumačiti izraz „*cancellation of a share purchase contract*“ u duhu prava RH te nastavno na to, kakve bi posljedice ZOO propisivao u opisanom predmetu glede opsega vraćanja uloženog.

Po mišljenju autora, navedeni termin bi *prima facie* bio bi najbliži pojmu raskida ugovora. Ostali načini prestanka ugovora ne bi korespondirali smislu koji je navedenom pojmu dao Sud kao niti restituciji ulagača.⁶⁹

Ako uzmemo u obzir odredbe ZOO o raskidu⁷⁰, vidimo da raskid ugovora nastupa na osnovi stranačke volje ili zakona,⁷¹ a u potonjem slučaju, zbog neispunjenja, promijenjenih

⁶⁶ *Hirrmann*, para 69.

⁶⁷ *Hirrmann*, para 70.

⁶⁸ Ako je ugovoreno pravo koje uz raskid veže *ex tunc* učinak, tj. obvezu povrata u stanje kakvo je bilo u trenutku sklapanja ugovora, kupac bi imao pravo na izvorno plaćenu cijenu, dok bi prodavatelj morao uzeti natrag vlastite dionice. Ako je pak ugovoreno pravo koje uz raskid veže *ex nunc* učinak, tj. obvezu povrata prema stanju u trenutku kada se tužbom traži raskid ugovora, kupac bi imao pravo na povrat cijene u trenutku podnošenja tužbe, dok bi se prodavatelju vratile dionice. Rizik fluktuacije cijena, tj. rasta ili pada preuzima u biti svaka strana, što je u skladu s načelom koordinacije u obveznom odnosu. U prvom slučaju, ako je izvorna cijena manja od sadašnje, rizik pada na teret kupca, a u drugom slučaju, na teret prodavatelja.

⁶⁹ Ovdje se ne bi radilo o trajnom obveznom odnosu, pa stoga primjena odredbi o otkazu ne bi došla u obzir. V. čl. 212. ZOO.

okolnosti te po samom zakonu.⁷² U konkretnom slučaju ne radi se ni o jednom od navedenog. Raskid je, pored navedenog, posljedica pojave neke okolnosti nastale nakon sklapanja ugovora.⁷³

Ako stavimo slučaj *Hirman* u kontekst prava RH, za potrebe kvalifikacije instituta možemo zaključiti kako se radilo o ugovoru sklopljenom uz navođenje neistinitih i zavaravajućih tvrdnji izdavatelja s ciljem sklapanja ugovora s investitorom, zbog čega su protiv odgovornih osoba pokrenuti kazneni postupci, što bi nam dalo zaključiti kako se radi o ugovoru sklopljenom pod prijevarom.⁷⁴ Ako prihvatimo navedeni stav, takav pobjojni ugovor⁷⁵ bi mogao biti poništen⁷⁶ (*cancellea*), s učinkom *ex tunc*, koji podrazumijeva obvezu povrata u prijašnje stanje (restitucija)⁷⁷, ali odgovornost za štetu kao zasebnu posljedicu.⁷⁸ To bi dalje značilo da bi stjecatelj mogao potraživati cijenu koju je platio u trenutku sklapanja ugovora, s pripadajućom zakonskom zateznom kamatom⁷⁹ kao i naknadu pretrpljene štete kao posebno pravo⁸⁰.

⁷⁰ Čl. 360.-368. ZOO.

⁷¹ Vidi više u Klarić, Petar; Vedriš, Martin, *Gradansko pravo*, Zagreb, 2009., str. 478-481.

⁷² *Ibia*, 481-485.

⁷³ *Ibia*, 477.

⁷⁴ Čl. 284. st. 1. ZOO.

⁷⁵ Čl. 330. ZOO.

⁷⁶ Čl. 331. st. 1. ZOO. Pri tome treba imati na umu prekluzivni subjektivni rok od 1 godine od saznanja za uzrok pobjojnosti, te prekluzivni objektivni rok od 3 godine od dana sklapanja pravnog posla. O zahtjevima u slučaju pobjojnosti vidi više u Jerković, Dražen, *Tužbeni zahtjev u slučaju ništetnosti i pobjojnosti*, Tradicionalno XXIV. Savjetovanje - Aktualnosti hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, Zbornik radova - Godišnjak Hrvatskog društva za građanskopravne znanosti i praksu, 20:16/2009., str. 673-678.

⁷⁷ Čl. 332. st. 1. ZOO.

⁷⁸ Čl. 284. st. 2. ZOO.

⁷⁹ Iako se u odredbama o poništaju ne govori o pravu na zakonsku zateznu kamatu, stjecatelj bi imao pravo na istu jer posljedice poništaja djeluju *ex tunc*, tj. obveza povrata u prijašnje stanje odnosno plaćene cijene postoji od trenutka sklapanja nevaljanog posla. To znači da je obveza na povrat već tada na neki način dospjela, pa se na glavnici počela obračunavati kamata. Pritom treba imati na umu promjene stope zakonske zatezne kamate u slučaju promjene eskontne stope HNB te u tom smislu precizirati stopu zakonske zatezne kamate na potraživanu glavnici u tužbenom zahtjevu. O tužbenom zahtjevu kod poništaja v. *supra*, ref. 76.

⁸⁰ Čl. 332. st. 2. ZOO.

Aktualne tendencije glede afirmacije načela transparentnosti u EU

Revizija Direktive o transparentnosti

U listopadu 2013. usvojena je Direktiva 2013/50/EU Europskog parlamenta i Vijeća, kojom su izmijenjene Direktive o transparentnosti, Direktiva o prospektu te Direktiva koja propisuje detaljna pravila za implementaciju Direktive o transparentnosti.⁸¹ Osnovna intencija revizije sastoji se u smanjivanju administrativnih poteškoća s kojima se suočavaju mali i srednji poduzetnici prilikom pristupanja na tržišta kapitala.⁸² Pored toga, uočila se potreba za poboljšanjem postojećeg sustava transparentnosti, posebice u pogledu transparentnosti korporativne članske strukture.⁸³ Primijećeno je kako postojeći zahtjevi za objavljivanjem kratkoročnih izvjava od strane menadžmenta te kvartalnih financijskih izvještaja predstavljaju administrativni teret stvarajući pritisak na upravljačke strukture na način da iste, u želji da prikažu što bolje kratkoročne rezultate, zanemaruju dugoročna ulaganja, a upravo su ona relevantna za ozbiljne ulagače.⁸⁴ Drugim riječima, postojeći pravni okvir EU stimulira nastojanje za što više i to što boljih rezultata u kratkom periodu nauštrb dugoročnom poslovnom promišljanju. Godišnja i polugodišnja izvješća su stoga ocijenjena kao dovoljan zahtjev glede transparentnosti poduzetnika,⁸⁵ uz eventualne iznimke ako se

⁸¹ Direktiva 2013/50/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 22. listopada 2013. kojom se dopunjuje Direktiva 2004/109/EC Europskog parlamenta i Vijeća o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s podacima o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni u trgovanje na uređenom tržištu, Direktiva 2003/71/ o prospektu kojeg se treba objaviti pri javnoj ponudi vrijednosnih papira ili kojima se trguje na uređenom tržištu, i Direktiva Komisije 2007/14/EC kojom se propisuju detaljna pravila za provedbu određenih pravila Direktive 2004/109/EC (tekst od značaja za EGP), OJ L 294, str. 13. Dalje u tekstu: Revizijska direktiva.

⁸² Vidi recital 4. Revizijske direktive.

⁸³ Vidi recital 2. Revizijske direktive.

⁸⁴ Vidi recital 4. Revizijske direktive. Vidi čl. 1. st. 2. (b), odjeljak 2. Revizijske direktive.

⁸⁵ Recital 5. Revizijske direktive. Čl. 1. st. 2. (a) Revizijske direktive propisuje: „Država članica pripadnosti može podvrgnuti izdavatelja strožim pravilima od ovih koja su propisana Direktivom (direktiva minimalne harmonizacije, op. a. v. *infra* ref. 89.), uz izuzetak da ne može zahtijevati od izdavatelja da objavljuje periodične financijske podatke češće nego na razini godišnjih financijskih izvještaja u skladu s čl. 4. te polugodišnjih financijskih izvještaja u skladu s čl. 5.“ Čl. 1. st. 3. (a) Revizijske direktive propisuje da će: “izdavatelj javno objaviti svoja godišnja financijska izvješća najkasnije u roku od četiri mjeseca po završetku svake financijske godine i dužan je osigurati da ista ostanu javno objavljena najmanje 10 godina.“ Glede polugodišnjih financijskih izvještaja, izdavatelj dionica ili obveznica javno će objaviti polugodišnja financijska izvješća koja pokrivaju prvih šest mjeseci financijske godine čim prije nakon kraja mjerodavnog perioda, a najkasnije u roku od tri mjeseca. Izdavatelj će osigurati da polugodišnja financijska izvješća ostanu dostupna javnosti najmanje 10 godina.“

pokaže potreba za dodatnim izvješćima, u određenim sektorima poput financijskih institucija.⁸⁶

Inovativnost na tržištu kapitala stvorila je heterogene financijske instrumente za koje se utvrdilo da nisu pokriveni pravilima o transparentnosti iz Direktive o transparentnosti te se uočila potreba za redefiniranjem pojma financijskog instrumenta na način da ista treba pokriti sve instrumente sa sličnim gospodarskim učinkom kakav daje dioničarstvo ili pravo na stjecanje dionica.⁸⁷ Naglasak je stoga stavljen na ekonomski učinak instrumenta, a manje na vrstu ili naziv. S tim su u vezi i pravila u pogledu notifikacije velikih holdinga glasačkih prava.⁸⁸ Treba dodati kako se Revizijska direktiva u ovom smislu nije „direktiva maksimalne harmonizacije“⁸⁹ jer je državama članicama, upravo zbog uvažavanja razlika u članskoj strukturi trgovačkih društava čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište, omogućeno da propišu i niže (tj. strože) pragove za notifikaciju.

Ono što posebno treba naglasiti jest uvođenje jedinstvene Europske elektronske ulazne točke,⁹⁰ koja bi trebala olakšati pristup informacijama. Naime, postojeći sustav

⁸⁶ Prema čl. 1. st. 2. (b) iznimka vrijedi pod uvjetom da objava dodatnih financijskih izvještaja ne predstavlja nerazmjerni financijski teret za izdavatelja u dotičnoj državi članici, posebice za male i srednje izdavatelje, te da sadržaj dodatnih financijskih izvještaja je razmjerni čimbenicima koji su od utjecaja za donošenje investicijske odluke u dotičnoj državi članici.“ O dostupnosti financijskih izvješća društava temeljem istraživanja provedenog na uzorku od 167 društava v. u Horak Hana; Dumančić, Kosjenka, *Jačanje prava dioničara i pravo dioničara na informacije*, Pravni vjesnik, 27:3-4/2011.

⁸⁷ Npr. izvedenice. Premda postojeća Direktiva predviđa pragove udjela imatelja članskih prava koje treba doseći da bi nastala obveza notifikacije, iste se odnose na udjele dionica, dok drugi financijski instrumenti kojima se *de facto* postiže isti gospodarski učinak tom obvezom nisu obuhvaćeni. Stjecanje takvih instrumenata može dovesti do stjecanja tajnog utjecaja u društvu, što ne samo da može dovesti do zlouporaba tržišta već i nepovjerenja tržišta u društvo. Da bi se tomu doskočilo, Revizijska direktiva sada zahtijeva od nositelja drugih prava koja mogu dati određeni gospodarski utjecaj u društvu da učine vidljivim držanje većeg broja takvih instrumenata u društvima koje djeluju na tržištu s učinkom jednakim držanju članskih prava. Time se struktura korporativnog članstva čini transparentnijom. Vidi čl. 1. st. 9.a. Revizijske direktive.

⁸⁸ Vidi recital 11-12. Revizijske direktive. Vidi čl. 1. st. 9-10. Revizijske direktive. Revizijska direktiva ima za cilj harmonizirati pravila o velikim holdinzima glasačkih prava na način da se za doseg pragova notifikacije više ne zbrajaju samo prava koja proizlaze iz klasičnih instrumenata poput dionica već se, upravo zbog činjenice da i drugi instrumenti mogu biti od značajnog gospodarskog utjecaja na samo društvo, ista zbrajaju sa holdinzima drugih gospodarski utjecajnih financijskih instrumenata. I na ovaj način pokušava se doskočiti mogućim zlouporabama te se zahvaćaju i oni nositelji prava koji su dosada uživali „imunitet“ od primjene pravila Direktive o transparentnosti.

⁸⁹ O različitim tehnikama harmonizacije europskog privatnog prava v. više u Josipović, Tatjana, *Izazovi harmonizacije građanskog prava putem direktiva* u: Forum za građansko pravo za jugoistočnu Evropu. Izbor radova i analiza. Prva regionalna konferencija, Cavtat, 2010. Knjiga 1., Beograd, 2010., str. 291-306.

⁹⁰ *European Electronic Access Point*. Vidi recital 15. Revizijske direktive. Prema čl. 21a. Revizijske direktive radilo bi se u biti o web portalu koji bi trebao biti uspostavljen do 1. siječnja 2018., a koji bi

nacionalnih repozitorija podataka o trgovačkim društvima ne omogućava laku i jednostavnu pretragu podataka o društvu na EU razini. Takav nedostatak umreženosti i interoperabilnosti kako službeno imenovanih nacionalnih repozitorija podataka⁹¹ tako i sudskih registara, već se duže vrijeme pojavljuje kao značajan problem ne samo za slobodu kretanja kapitala već i slobodu poslovnog nastana, budući da je pokretanje prekograničnog poslovanja povezano s multipliciranjem podataka u raznim nacionalnim registrima, na različitim jezicima, a pored toga sukladno različitim nacionalnim registarskim pravima jer su ista još uvijek u nadležnosti samih država članica.⁹² Stvaranje umreženog repozitorija s jedinstvenim pristupom informacijama na EU razini doprinijelo bi boljoj dostupnosti relevantnih informacija, a samim time i većoj transparentnosti i pravnoj sigurnosti prekograničnog poslovanja.

Novina koju donosi Revizijska direktiva jest pokušaj redefiniranja pojma „izdavatelj“ vrijednosnih papira. Novi pojam uključuje izdavatelje vrijednosnih papira kojima se ne trguje na uređenom tržištu, ali koju su zastupani po repozitorijima koji imaju pristup uređenom tržištu.⁹³ Definicija izdavatelja proširena je na fizičke osobe, budući da u nekim državama članicama izdavatelji vrijednosnih papira kojima se trguje na uređenom tržištu mogu biti i fizičke osobe.⁹⁴

Budući da je tržište kapitala EU otvoreno prema vrijednosnim papirima izdavatelja iz trećih, ne – EU država, bilo je potrebno definirati „državu članicu pripadnosti.“⁹⁵ Revizijska direktiva se odlučila da to bude ona država koju izabere sam izdavatelj iz treće zemlje između onih država članica u kojima se trguje vrijednosnim papirima na uređenom tržištu.⁹⁶ Kako bi doskočila situacijama u kojima izdavatelj ne bi označio „državu članicu

međusobno povezoao nacionalne službeno imenovane repozitorije podataka. Sastojao bi se od nacionalnih repozitorija i web portala, a države članice su dužne osigurati pristup središnjim bazama podataka putem Europske ulazne točke.

⁹¹ Npr. FINA je službeni repozitorij podataka o financijskom stanju trgovačkih društava u RH dostupnih temeljem godišnjih financijskih izvještaja i konsolidiranih financijskih izvještaja, koja su društva dužna dostavljati, a FINA dužna omogućiti pristup putem sudskog registra. Registar godišnjih financijskih izvještaja dostupan na <http://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp>.

⁹² U tom smislu v. relativno recentnu presudu Suda C-418/11, *Texdata Software GmbH* [2013], OJ C 344 str. 10.

⁹³ Vidi recital 18. Revizijske direktive. Vidi čl. 1. st. 1. (a)(i) Revizijske direktive.

⁹⁴ Vidi recital 18. Revizijske direktive. Čl. 1. st. 1. (a)(i) Revizijske direktive propisuje kako pojam „izdavatelj“ podrazumijeva fizičku ili pravnu osobu privatnog ili javnog prava, uključujući i državu, čijim se dionicama trguje na uređenom tržištu.

⁹⁵ Engl. *home state*.

⁹⁶ Recital 20. Revizijske direktive. Vidi i čl. 1. st. 1. (a)(ii) Revizijske direktive. Treba napomenuti da se ovdje misli na dužničke vrijednosne papire (npr. obveznice) koje glase na iznos manji od 1000 EUR ili dionice. Ako je pak riječ o izdavatelju dužničkih vrijednosnih papira koje glase na iznos od 1000 EUR ili više, izbor države pripadnosti u kojoj ima registrirano sjedište vrijedi tri godine. Ako se u navedenom periodu njegovim vrijednosnim papirima više ne trguje na uređenom tržištu „države članice pripadnosti“, tada bi prije isteka trogodišnjeg roka trebao izabrati neku od drugih država članica kao

pripadnosti“ radi izbjegavanje nadzora od strane nadležnih tijela država članica, EK je Revizijskom direktivom propisala posebna pravila. Naime, ako izdavatelj u roku od tri mjeseca ne odabere „državu članicu pripadnosti“, to će biti ona država na čijem uređenom tržištu se trguje njegovim papirima, a u slučaju da ih je više, sve te države članice će biti smatrane kao „državama članicama pripadnosti“ dok izdavatelj ne izabere jednu od njih.⁹⁷ Takav pristup efikasan je jer „tjera“ izdavatelja da se odluči za jednu državu. Naime, sve dok se ne odluči za jednu državu članicu, podliježe simultanom nadzoru nadležnih tijela svih država članica u kojima trguje vrijednosnim papirima. Notifikacija izbora „države članice pripadnosti“ uređena Direktivom 2007/14 je također dopunjena radi usklađivanja sa prethodno rečenim.⁹⁸ Budući da je utvrđeno kako se odredbe o transparentnosti kod nekih direktiva preklapaju te predstavljaju nepotreban teret za poduzetnike, iste su kao nepotrebne napuštene.⁹⁹

S obzirom da se sve više prepoznaje važnost informacijske tehnologije u ostvarenju načela transparentnosti podataka o društvu, Revizijska direktiva propisala je kako će počevši s 1. siječnjem 2020. dostava godišnjih financijskih izvještaja na jedinstvenom elektronskom obrascu postati obvezna.¹⁰⁰ Jednoobraznost u izvještavanju će doprinijeti jednostavnijem izvještavanju te lakšoj komparaciji izvještaja negoli je to bilo dosada. Treba spomenuti i to da je uvedena obveza za velika trgovačka društva da učine dostupnim podatke o naknadama koje plaćaju državama članicama na ime iskorištavanja prirodnih resursa, npr. šumske građe.¹⁰¹

novu „državu članicu pripadnosti“ (čl. 1. st. 1. (ii) Revizijske direktive). Isto bi vrijedilo i za izdavatelje iz trećih zemalja dužničkih vrijednosnih papira koje glase na iznos manji od 1000 EUR te za dionice kojima se više ne trguje na uređenom tržištu „države članice pripadnosti“ izdavatelja, ali da na nekom od tržišta drugih država članica EU. Izdavatelj je dužan obavijest o izabranoj „državi članici pripadnosti“ priopćiti nadležnoj državi članici svog sjedišta, nadležnom tijelu „države članice pripadnosti“ te nadležnim tijelima svih drugih država članica EU u kojima se trguje njegovim vrijednosnim papirima (čl. 1. st. 1. (iv) Revizijske direktive).

⁹⁷ Recital 20. Revizijske direktive. Čl. 1. st. 1. (iv) Revizijske direktive.

⁹⁸ Vidi recital 23. Direktive.

⁹⁹ Tako se napuštaju odredbe o zahtjevima transparentnosti kod izdavanja novih zajmova iz Direktive o transparentnosti budući da se isti djelomično preklapaju sa zahtjevima iz Direktive o zlouporabi tržišta. Napušta se i zahtjev u pogledu dostave podataka o izmjenama osnivačkog akta društva nadležnim tijelima „države članice pripadnosti“ jer se isti preklapa sa sličnim zahtjevom iz Direktive o zaštiti dioničara.

¹⁰⁰ Recital 26. Revizijske direktive.

¹⁰¹ Tzv. *country-by-country reporting* – CBCR. Prema čl. 1. st. 5. Revizijske direktive, obveza obuhvaća sva trgovačka društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na tržište EU pa i u slučaju da nisu registrirana u Europskom gospodarskom prostoru te ona koja su osnovana u trećim državama.

Izjava o transparentnosti nefinancijskih podataka iz veljače 2014.

Razvoj načela transparentnosti u pravu EU odvija se i na području ne-finanacijskih podataka.¹⁰² U veljači 2014. godine EK objavila je Izjavu o objavi ne-finanacijskih podataka u slučaju određenih velikih trgovačkih društava¹⁰³ kao rezultat sporazuma postignutog između Europskog parlamenta i Vijeća koji je temelj nacрта buduće direktive u ovom području.¹⁰⁴ U osnovi riječ je o podizanju dosadašnjih standarda transparentnosti u području socijalne politike, politike zaštite okoliša i politike različitosti koju provode trgovačka društva. Društveno odgovorno upravljanje u velikim trgovačkim društvima¹⁰⁵ ne izražava se samo transparentnim prikazivanjem poslovnih rezultata već i objavom podataka o politikama,

¹⁰² Vidi prijedlog EK o unapređenju poslovne transparentnosti glede socijalnih pitanja i pitanja zaštite okoliša od 16. travnja 2013 (IP/13/330). U veljači 2013. EP usvojio je dvije rezolucije („Korporativna društvena odgovornost: pouzdano, transparentno i odgovorno poslovno ponašanje i održivi razvoj“ i „Korporativna društvena odgovornost: promoviranje društvenih interesa i put ka održivom i uključivom oporavku“). Svemu navedenom su prethodila: Priopćenje o Zakonu o unutarnjem tržištu u travnju 2011. (IP/11/7/469), Priopćenje „Nova Strategija 2011-2014 u pogledu korporativne društvene odgovornosti“ iz listopada 2011 (IP/11/1238) te u Akcijskom planu o pravu društava i korporativnom upravljanju iz prosinca 2012. (IP/12/1340).

¹⁰³ Europska komisija: Izjava 14/29. Objava ne-finanacijskih podataka od strane određenih velikih trgovačkih društava: Europski parlament i Vijeće postigli dogovor o prijedlogu Komisije za unapređenje transparentnosti, Bruxelles, 26. veljače 2014.

¹⁰⁴ U travnju 2013. Komisija je uputila prijedlog Direktive Europskog parlamenta i Vijeća kojom se dopunjuje Direktiva Vijeća 78/660/EEZ i 83/349/EEZ u pogledu objave ne-finanacijskih podataka i podataka o raznovrsnosti od strane određenih velikih trgovačkih društava i grupa, COM/2013/0207 final-2013/0110 (COD). Dostupno na http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/non-financial_reporting/index_en.htm. [9.4.2014.]. Usvajanje predložene direktive očekuje se u travnju ove godine. Potreba za usvajanjem nove Direktive koja će biti svojevrstni *lex specialis* za pitanja transparentnosti nefinancijskih podataka proizlazi iz činjenice da, prema podacima EK koje je iznijela u svojoj Izjavi, postojeće sekundarno zakonodavstvo nije polučilo dobre rezultate kada je u pitanju transparentnost ne-finanacijskih podataka. Radi se o Direktivi 2013/34/EU o godišnjim financijskim izvješćima, konsolidiranim financijskim izvješćima i povezanim izvješćima određenih vrsta poduzetnika.

¹⁰⁵ Nova pravila trebala bi dopuniti postojeća zakonodavna rješenja samo u odnosu na trgovačka društva sa više od 500 zaposlenih (trgovačka društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište te financijske institucije poput banaka i osiguravajućih društava) jer ista to mogu financijski podnijeti. Takvih, prema procjenama EK, ima oko 6000 na razini EU. Glede malih i srednjih poduzetnika, ocijenilo se da bi nova pravila imala prouzročila više troškova nego koristi. Treba uzeti kako je to prihvatljivo i zbog toga što velika trgovačka društva sa velikim brojem zaposlenih upravo trebaju imati razvijenu i djelotvornu politiku zaštite socijalnih prava, kod takvih društava pitanje različitosti svake vrste je izraženije, a i veće su mogućnosti utjecaja na okoliš. Kod malih obiteljskih trgovačkih društava u velikom broju slučajeva naprijed navedeno neće postojati, a ako i postoji, pitanje je koliko su ti podaci relevantni za stvaranje šire slike o primjeni politika zaštite okoliša, radnika ili različitosti na nekom promatranom tržištu. Uloga, gospodarski značaj, veličina i količina zaposlenih u velikim trgovačkim društvima, koja imaju nemali utjecaj na društvo u cjelini, čine opravdanim stavljanje „pod lupu“ proširenih zahtjeva za transparentnošću na ovom području.

rizicima i rezultatima ostvarenim u pogledu pitanja zaštite okoliša, pitanja zaštite socijalnih, posebice radničkih prava, poštivanja ljudskih prava, politike sprečavanja korupcije te spolne i nacionalne raznolikosti članova upravnih organa društva.¹⁰⁶ Navedena pitanja transparentnosti zapravo su usko povezana sa korporativnim upravljanjem.¹⁰⁷ Možemo kazati kako je politika korporativnog upravljanja u ovom smislu odraz sveopće politike koju društvo provodi po pitanju zaštite socijalnih i inih prava, te je postojanje interakcije javne i privatne sfere neizbježno. Da su navedena rješenja u skladu sa općim načelima korporativnog upravljanja prisutnim u EU, dokazuje i pravilo buduće Direktive po kojem će trgovačka društva koja ne budu imala politiku raznovrsnosti morati objasniti zašto ju nemaju. Ovdje se radi o načelu „*comply or explain*“.¹⁰⁸ Buduća direktiva trebala bi, sudeći po najavama iz ove Izjave, biti fleksibilna po pitanju načina objave podataka,¹⁰⁹ te smjernicama koje će pritom trgovačka društva moći koristiti.¹¹⁰

¹⁰⁶ U Izjavi se posebno spominje upravo raznovrsnost u sastavu upravljačkih tijela trgovačkih društava, pri čemu je naglasak na transparentnosti politike raznovrsnosti, dakle, stavova mjera koje društvo zauzima i primjenjuje u pogledu dobi, spola, obrazovanja, profesionalnog iskustva te ciljeva takve politike, načina njene implementacije i rezultata nastalih njenom primjenom. Za moguću definiciju pojma ESG (Environmental, Social and Governance Disclosure) v. *inter alia* Monciardini, D., *Good Business? The struggles for regulating ESG disclosure, Onati Socio-legal series* [online], str. 4., dostupan na <http://ssrn.com/abstract=2041918>, [14.3.2014.].

¹⁰⁷ Povijesno gledano, korporativno upravljanje je primarno bilo usmjereno na unutarnje djelovanje društva, a društveno odgovorno poslovanje na odnos društva prema sredini u kojoj posluje, npr. okoliš. No, s vremenom se ta dva aspekta djelovanja društava povezuju, odnosno ideja društveno odgovornog upravljanja sve se više integrira u kodekse korporativnog upravljanja te su vanjska, socijalna pitanja poput različitosti, zaštite radnika, rodne ravnopravnosti, doprinosa očuvanju okoliša, borbe protiv korupcije postala sastavni dio korporativnog upravljanja. Ono što povezuje društveno odgovorno upravljanje te klasično korporativno upravljanje jest načelo transparentnosti, samoregulacija i dobrovoljnost. O evoluciji društveno odgovornog poslovanja i integraciji sa korporativnim upravljanjem v. Gergely Szabó, Dániel, *Disclosure of material CSR information in the periodic reports – comparison of the mandatory CSR disclosure systems for listed companies in the EU and the US*, LSN Research Paper Series, No. 10-20, str. 3-7, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1927232>, [7.4.2014.]. O podjelama korporativnog upravljanja na unutarnje i vanjsko te raznim modelima korporativnog upravljanja v. detaljno u Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka; Pecotić Kaufman, Jasminka, *Uvod u europsko...*, cit. str. 39-84.

¹⁰⁸ Do sada, ovo načelo nije dobilo svoje mjesto u pravilima društveno odgovornog upravljanja. Tako, Gergely Szabó, *ibid.*, str. 10. O budućnosti načela *comply or explain* u području reguliranja izvještavanja o politici društveno odgovornog upravljanja v. *ibid.*, str. 40-42.

¹⁰⁹ Po sadašnjem prijedlogu, trgovačka društva bi to činila na način kako smatraju najkorisnijim ili pak u posebnom izvještaju.

¹¹⁰ Dopušta se upotreba nacionalnih, europskih i međunarodnih smjernica (npr. *UN Global Compact, German Sustainability Code*). No, sama EK bi trebala temeljem buduće Direktive razviti vlastite smjernice koje bi olakšale objavu takvih podataka.

Novela Zakona o sudskom registru - daljnje usklađivanje hrvatskog prava sa pravnom stečevinom EU

U prosincu 2013. na snagu je stupio Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o sudskom registru.¹¹¹ Iako navedena Novela obuhvaća veći broj novina,¹¹² za potrebe ovog rada autori će se osvrnuti na one koje predstavljaju daljnji korak u harmonizaciji hrvatskog registarskog prava s europskim pravom. U prvom redu, ZSR se uskladio s propisima EU u pogledu pravila o transparentnosti.¹¹³ Budući da su neke od spomenutih direktiva bile predmet tumačenja u *supra* spomenutim presudama Suda, a koje obvezuju i RH, važnost njihove implementacije i nastavne pravilne provedbe tim je veća. Pored navedenog, došlo je do usklađivanja odredbi ZSR s odredbama ZTD-a u pogledu prekograničnog spajanja i pripajanja,¹¹⁴ kako bi se hrvatsko registarsko pravo u potpunosti prilagodilo pravu EU. Također, uređen je postupak upisa europske zadruge (*Societas Cooperativa Europea, SCE*) u sudski registar, čime je na neki način zaokružen zakonodavni proces etabliranja navedenog društva u hrvatskom pravu društava.¹¹⁵

¹¹¹ NN, 148/13. Zakon o sudskom registru (pročišćeni tekst, NN,1/95, 57/96, 1/98, 30/99, 45/99, 54/05, 40/07, 91/10, 90/11, 148/13). Dalje kao: ZSR.

¹¹² Tako treba izdvojiti da je uređen postupak brisanja subjekata upisa bez likvidacije po službenoj dužnosti u slučajevima kada gospodarski subjekti ne ispunjavaju svoje osnovne zakonske obveze, odnosno tri godine za redom nisu objavili svoja godišnja financijska izvješća kada je zakonom propisana obveza njihovog objavljivanja (čl. 70. ZSR), uvedeno je općenito navođenje skupina djelatnosti radi pojednostavnjenja postupka upisa predmeta poslovanja (čl. 51. st. 1. ZSR), proširenje opsega ovlasti sudskih savjetnika (čl. 12. st. 5. ZSR), uvođenjem instituta ovlaštenih registarskih referenata (čl. 12. a ZSR), uvedena su rješenja za postupanje suda u situaciji kada se nakon brisanja subjekta upisa pokaže da ono ima imovinu koju treba podijeliti (čl. 70. st. 17. ZSR), proširena uloga elektroničkih prijava u registarskim stvarima (čl. 39. ZSR).

¹¹³ Čl. 1. a. ZSR. Riječ je o Jedanaestoj direktivi Vijeća 89/666/EEZ od 21. prosinca 1989. o zahtjevima objavljivanja podataka u vezi s podružnicama koje su u nekoj državi članici otvorile određene vrste trgovačkih društava na koje se primjenjuje pravo druge države (OJ L 395, 30.12.1989), Direktiva 2009/101/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o usklađivanju zaštitnih mjera koje, radi zaštite interesa članova i trećih strana, države članice zahtijevaju za trgovačka društva u smislu članka 48. stavka 2. Ugovora, s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mjera (OJ L 258, 1.10.2009.), Direktiva 2012/30/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2012. o usklađivanju zaštitnih mjera koje, radi zaštite interesa članova i trećih osoba, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu drugog stavka članka 54. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, u pogledu osnivanja javnih društava s ograničenom odgovornošću i održavanja i promjene njihovog kapitala, s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mjera (OJ L 315, 14. 11. 2012.), i Direktiva Vijeća 2013/24/EU od 13. svibnja 2013. o prilagođavanju određenih direktiva u području trgovačkog prava radi pristupanja Republike Hrvatske (OJ L 158, 10. 6. 2013.).

¹¹⁴ Radi se o odredbama čl. 549. a do 549. k. ZTD, a koje su stupile na snagu danom pristupanja RH u EU.

¹¹⁵ O europskoj zadrugi v. detaljno u Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka; Pecotić Kaufman, Jasminka, *Uvod u europsko..., cit.*, str. 203-244.

Glede prekograničnog spajanja i pripajanja, propisana je odgovarajuća primjena ZTD-a o domaćim pripajanjima,¹¹⁶ no novina je da se uređuje postupak pripajanja ako društvo preuzimatelj odnosno pripojeno društvo ima registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj. U slučaju pripojenja hrvatskog trgovačkog društva, registarski sud sjedišta pripojenog društva, dakle, hrvatski sud, nadzire sve radnje¹¹⁷ u tom postupku koje provodi domaće pripojeno društvo. Time je ZSR odredio međunarodnu nadležnost hrvatskih sudova u stvarima pripojenja, a budući da po općim pravilima međunarodnog građanskog postupovnog prava, domaći sud primjenjuje nacionalno postupovno pravo (*lex fori*), jasno je zašto se na postupak pripajanja primjenjuje odredbe hrvatskog prava koje vrijede za upise „domaćih pripojenja“. Po završetku svih radnji potrebnih za upis, pripajanje se upisuje uz zabilježbu će biti valjano tek uz ispunjenje uvjeta koje propisuje pravo države mjerodavno za društva preuzimatelja, te podataka o nadležnom tijelu koje je nadležno za društvo preuzimatelja.¹¹⁸ Ako se bolje promotri ova odredba, može se reći kako se radi o iznimci u međunarodnom građanskom postupovnom pravu. Naime, nastupanje učinaka valjanog upisa pripajanja učinjeno je ovisnim o kumulativnom ispunjenju pretpostavaka po pravu mjerodavnom za pripojeno društvo i društvo preuzimatelja. To znači da domaći sud u biti ne postupa samo temeljem nacionalnog postupovnog prava, već su pravni učinci nacionalnog registarskog postupka determinirani i stranim postupovnim pravom. Time se odstupilo od klasičnog načela *lex fori* i primijenilo načelo „leges fororum“. U prilog tomu ide i čl. 74. a, st. 7.¹¹⁹ iz kojeg proizlazi da bi prvo moralo doći do upisa pripajanja u inozemstvu, a da potom čin inozemnog pripajanja domaći sud upisuje u obliku zabilježbe. Upis pripajanja javno se objavljuje.¹²⁰

¹¹⁶ Čl. 549. i i 549. j ZTD.

¹¹⁷ Prema čl. 74. a, st. 2. ZSR, domaći sud nadzire: 1. da je zajednički plan pripajanja najmanje mjesec dana prije sazivanja skupštine dostavljen u registar i uredno objavljen, osim ako je cijelo vrijeme bio dostupan na internetskoj stranici društva, 2. da je prijavu za upis pripajanja podnijela uprava, odnosno izvršni direktori pripojenog društva s potrebnim ispravama (zapisnikom glavne skupštine s odlukom o davanju suglasnosti na pripajanje te dokaz da traju postupci sudskog ispitivanja omjera zamjene dionica, odnosno poslovnih udjela i o ostvarivanju posebnih prava dioničara odnosno članova društva).

¹¹⁸ Čl. 74. a, st. 3. ZSR.

¹¹⁹ Čl. 74. a, st. 7. ZSR propisuje: „Nakon što od nadležnog tijela u državi u kojoj je registrirano sjedište društva preuzimatelja primi obavijest da su nastupile pravne posljedice pripajanja, registarski sud bez odgađanja po službenoj dužnosti upisuje u registar zabilježbu kada je pripajanje upisano i kod kojeg nadležnog tijela sjedišta društva preuzimatelja (...).“

¹²⁰ Čl. 74. a, st. 4. ZSR u objavi upisa pripajanja registarski sud mora navesti: da traju postupci sudskog ispitivanja zamjene dionica, odnosno poslovnih djela i podatke ostvarivanju posebnih prava dioničara, odnosno članova društva te da će pripajanje biti valjano tek uz ispunjenje uvjeta koje propisuje pravo države preuzimatelja. Prema čl. 74. a, st. 5. ZSR, objava upisa pripajanja smatra se potvrdom da su valjano i i potpunosti obavljene sve potrebne radnje u postupku pripajanja pripojenog društva sa sjedištem u RH. Tu potvrdu pripojeno društvo, sukladno članku 74. a, st. 6. ZSR mora najkasnije u roku od 6 mjeseci dostaviti nadležnom tijelu u državi registriranog sjedišta društva preuzimatelja.

Situacija je drugačija ako se radi o upisu prekograničnog pripajanja kada društvo preuzimatelj ima registrirano sjedište u RH. RegistarSKI sud sjedišta domaćeg društva preuzimatelja nadzire provedbu postupka pripajanja.¹²¹ Nakon upisa pripajanja,¹²² domaći registarski sud će *ex officio* obavijestiti nadležno tijelo o provedenom upisu pripajanja uz zahtjev da mu se dostavi zbirka isprava pripojenog društva.¹²³ Iz navedenog proizlazi da upis pripajanja u slučaju kada je hrvatsko društvo društvo preuzimatelj nastupa kada se za to ispune pretpostavke po hrvatskom pravu, što je u skladu s gore spomenutim pravilima o vezivanju pravnih učinaka upisa uz pravo mjerodavno za društvo preuzimatelja.

Glede prekograničnog spajanja, čl. 74. c. ZSR samo je propisao kako prijavu za upis novonastalog društva podnose zajednički ovlašteni organi spojenih društava, pa valja zaključiti da za ostala pitanja vrijede odredbe ZTD o prekograničnom spajanju.

Potreba za usklađenjem hrvatskog registarskog prava s pravom EU nalazi svoje uporište i u pravilima o europskoj zadrugi – *Societas Cooperativa Europea* (SCE).¹²⁴ Novina koju je donijela Novela ZSR-a je da se sada izričito propisuje da se u registar upisuje i SCE ranije uvedena Zakonom o SCE. Iako na prvi pogled samo tehnička dopuna, radi se zapravo o važnoj novini. Naime, ako bi se dosadašnje odredbe tumačile doslovno, tada bi npr. pravila o učinku upisa ili obvezama dostave raznovrsnih podataka, vrijedila samo za „subjekte upisa“ kako su isti taksativno navedeni u ZSR-u. Među njima nije bila i SCE, pa je u praksi moglo biti sporno da li se sve te odredbe, usko vezane uz taksativno određene subjekte upisa, vežu i uz nju. Stoga izričito navođenje europske zadruge na taksativnoj listi znači ukidanje svake sumnje da se i na nju odnose sve odredbe koje se odnose i na druge subjekte upisa. Treba spomenuti kako su određene izmjene poduzete i glede propisivanja sadržaja podataka koji se u sudski registar upisuju za SCE.^{125, 126}

¹²¹ Čl. 74. b. ZSR. Pritom osobito mora voditi računa o da su društva koja sudjeluju u pripajanju valjano usvojila zajednički plan pripajanja te da su uređena pitanja suodlučivanja zaposlenih.

¹²² Prema čl. 74. b., st. 2. ZSR, prijavu za upis pripajanja podnosi uprava društva, odnosno izvršni direktori i predsjednik nadzornog odbora ako društvo ima taj organ, a prijavi se prema čl. 74. st. 3. ZSR-a moraju priložiti: 1. zajednički plan pripajanja, potvrde nadležnog tijela u državi u kojoj je registrirano sjedište društva koje se pripaja, zapisnik glavne skupštine s odlukom o davanju suglasnosti na pripajanje, izvješće o pripajanju s izvješćem radnika, ako su ga radnici ili njihovi predstavnici dali te izvadak ili potvrdu nadležnog tijela o tvrtki, pravnom obliku i broju pod kojim se u očevidniku vodi pripojeno društvo.

¹²³ Čl. 74. b. ZSR.

¹²⁴ Zakon o uvođenju europske zadruge – *Societas Cooperativa Europea* (SCE)(NN, 63/2008). Dalje kao: Zakon o SCE.

¹²⁵ Čl. 35. b. ZSR.

¹²⁶ Riječ je o općenitim podacima iz čl. 24. ZSR („podaci koji se upisuju u registar“), imenu i prezimenu, prebivalištu, OIB-u upravitelja zadruge, i njegovim ovlastima u zastupanju, imenima i prezimenima, prebivalištu i OIB-u članova nadzornog odbora, ako ga zadruga ima, odgovornosti zadrugara, datumu osnivačke skupštine i odluke o usvajanju pravila zadruge, izmjeni upisanih podataka, u slučaju promjene sjedišta u RH dosadašnja tvrtka, dosadašnje sjedište, naziv registra u kojem

Posljednja izmjena i dopuna ZSR-a primjer je kako i po pristupanju u punopravno članstvo EU država članica mora usklađivati vlastito zakonodavstvo s europskom pravnom stečevinom. Postepenim usklađivanjem nacionalnog registarskog prava, RH je omogućila javnu dostupnost podataka o nizu novih, dotada stručnoj i poslovnoj zajednici, nepoznatih društava europskog prava. RH i države u okruženju tradicionalno su povezane jakim gospodarskim vezama, te je prekogranična aktivnost hrvatskih trgovačkih društava u zemljama u okruženju intenzivna. Pod pojmom „hrvatska trgovačka društva“ sada se misli i na trgovačka društva europske pravne provenijencije. U tom smislu pravila registarskog prava o pripajanju i spajanju imaju posebnu ulogu. Ako se uzme u obzir da njihova primjena nije izrijekom ograničena samo na prekogranične statusne promjene europskog predznaka, ona su relevantna i za prekogranične aktivnosti u zemljama u okruženju. Na taj način harmonizirana pravila nacionalnog prava posreduju između europske pravne stečevine u registarskim stvarima i nacionalnih normi država nečlanica. Stoga iskustva RH u ovom području mogu koristiti zemljama u okruženju na njihovom putu u punopravno članstvo EU.¹²⁷

ZAKLJUČAK

Načelo transparentnosti podataka prepoznato je kao jedan od osnovnih instrumenata EU u izgradnji integriranog tržišta kapitala. Njegova važnost očituje se u širini njegove primjene, koja obuhvaća kako financijske tako i nefinancijske podatke o društvima čijim se vrijednosnim papirima trguje na uređenom tržištu. Afirmacija načela transparentnosti doprinosi izgradnji povjerenja investitora u tržište kapitala te u konačnici utječe na povjerenje ulagatelja i ostalih dionika. Postoji potreba uspostave ravnoteže između zaštite investitora, s jedne strane, i zaštite povjerljivosti podataka, s druge strane. U tom pravcu kreće se i praksa Suda obrađena u ovom radu. U predmetu *Markus Geltl v Daimler AG* Sud je zaključio da obveza društva da učini javno dostupnim podatke o promjenama u upravljanju društvom ne nastaje tek po okončanju postupka koji je do promjene doveo već, radi zaštite članova društva i sudionika tržišta kapitala, nastaje čim se pojavi neki precizni podatak koji može značajno utjecati na cijene financijskih instrumenata koje je društvo izdalo. U predmetu *Hirrmann* sučeljena su dva temeljna načela – načelo transparentnosti u smislu davanja potpunih i točnih

se europska zadruga vodila i dosadašnji broj upisa u tom registru, namjeravana promjena sjedišta u drugu državu članicu te za članove organa upravljanja odgovarajuća funkcija.

¹²⁷ Empirijska istraživanja provedena kako bi se dokazala teza da je implementacijom Direktive o transparentnosti i Direktive o zlouporabi položaja došlo do povećanja likvidnosti na tržištima kapitala pokazala su da države članice koje su i do implementacije dviju direktiva imale efikasnu provedbu prava i nakon tog trenutka imaju višu razinu likvidnosti. Razlog navedenog leži u činjenici da države koje su inače efikasnije u provedbi prava takve ostaju i kada je u pitanju provedba ovih dviju direktiva. Države koje su u prošlosti bile manje efikasne (zbog nedostatka sredstava, trome birokracije, političkih pritisaka *etc.*) glede provedbe prava, pokazuju manju efikasnost i kada je u pitanju implementacija ovih dviju direktiva. Takvi rezultati zapravo pokazuju kako nakon harmonizacije zapravo pravni poreci ne samo da ne konvergiraju već se još i više udaljuju. O ovoj ekonomskoj analizi učinaka implementacije navedenih direktiva v. detaljno u Christensen, *op. cit.* (ref. 30), str. 6, te Appendix B, tablica 4. istog rada.

podataka o dionicama društva u cilju zaštite ulagatelja, integracije i povjerenja u tržišta kapitala, te načelo održanja temeljnog kapitala društva, zabrane stjecanja vlastitih dionica i jednakog tretmana članova kao temeljna načela prava društava. Pored toga, radi se o presudi u kojoj je Sud u osnovi raspravljao o tumačenjima harmonizirajućih odredbi europskog prava i njihovom međuodnosu. Naposljetku, a u vezi s naprijed rečenom, u navedenoj presudi, raspravljalo se i o učincima raskida tj. da li isti djeluje *ex tunc* ili *ex nunc*, a s obzirom na načelo održanja temeljnog kapitala i opseg odgovornosti izdavatelja. Time se civilnopravno pitanje vremenske dimenzije raskida pojavilo u kontekstu interpretacije pravila o održanju temeljnog kapitala. Prikazane presude primjer su povezivanja i skupne smislene interpretacije osnovnih postulata privatnog prava u cilju zaštite investitora, samog društva i tržišta kapitala. Iz prikaza recentnih tendencija u pogledu sekundarnog zakonodavstva EU na području afirmacije načela transparentnosti jasno se izdvajaju dva smjera: jedan koji teži simplifikaciji zahtjeva za dostavom podataka na sadržajnom i tehničkom planu te drugi koji naglašava važnost afirmacije načela transparentnosti i u sferi društveno odgovornog upravljanja. Ono što ih povezuje jest nastojanje da se očuva integritet tržišta kapitala. U takvom interdisciplinarnom okruženju dolazi do promjena u nacionalnom pravu država članica, pa tako i u pravu RH.¹²⁸ RH će u razdoblju koje slijedi morati implementirati revidiranu Direktivu o transparentnosti te doprinijeti izgradnji sustava korporativnog upravljanja u svjetlu „europske“ ideje o većoj društvenoj odgovornosti trgovačkih društava. Izmjenama i dopunama ZSR RH se i dalje nastavlja usklađivati sa europskom pravnom stečevinom. Dopunjenim odredbama o prekograničnom spajanju i pripajanju ZSR uskladio se sa odredbama ZTD te je na taj način stvoren pravni okvir prekograničnog poslovanja. Unošenje SCE u taksativnu listu subjekata upisa ZSR je kao *lex specialis* registarskog prava društava doprinio otklanjanju mogućih dilema u pogledu obveza koje za društvo proizlaze temeljem pravila o transparentnosti. Iskustva RH u implementaciji europskih pravila o transparentnosti mogu biti od koristi zemljama koje se priključuju eurointegracijskom procesu zbog sličnosti pravnih tradicija. Harmonizacija nacionalnih prava susjednih država od velike je važnosti za RH, budući da se pritom stvara ujednačeni pravni okvir potreban za neometano prekogranično poslovanje trgovačkih društava i pojedinaca.

LITERATURA

1. Barbić, Jakša, *Pravo društava, Knjiga prva: Opći dio*, treće, izmijenjeno izdanje, Zagreb, 2008.
2. Christensen, Hans B.; Hail, Luzi; Leuz, Christian, *Capital-Markets Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation and Enforcement*, Finance Working Paper No. 407/14, dostupno na http://ssrn.com/abstract_id=1745106

¹²⁸ O implementaciji načela transparentnosti u pravu RH v. Horak; Dumančić, *Harmonisation of the Croatian Company Law...*, *cit.*, str. 16-18 te kod Gažić, *op. cit.* (ref. 5), str. 46-50.

3. Gažić, Ivana, Zagreb Stock Exchange: *Establishing rules of Transparency of Croatian Companies in Light of soon entrance to EU* u: Horak, Hana (ed.), 2nd International Conference: Legal and Economic Aspects of Corporate Governance – Market Transparency and Disclosure in Private and Public Companies, Proceedings, Zagreb, 2013, dostupno na <http://web.efzg.hr/dok/KID//Zbornik%20s%20konferencije%20o%20korp%20%20upr%20%202013%20.pdf>
4. Gergely Szabó, Dániel, *Disclosure of material CSR information in the periodic reports – comparison of the mandatory CSR disclosure systems for listed companies in the EU and the US*, LSN Research Paper Series, No. 10-20, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1927232>
5. Gilotta, Sergio, *The conflict between disclosure in securities markets and firm's need for confidentiality: theoretical framework and regulatory analysis*, dostupno na <http://ssrn.com/abstract=1709334>
6. Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Usklađivanje u području prava društava Republike Hrvatske s pravnom stečevinom EU*, Pravo i porezi, 20:5/2011
7. Horak, Hana, Dumančić; Kosjenka, *Harmonisation of the Croatian Company Law with *acquis communitaire* of the European Union* u: Horak, Hana; Bodiroga Vukobrat Nada; Dumančić, Kosjenka; Šafranko, Zvonimir (ur.), *Hrvatsko i europsko pravo društava/Croatian&European Company Law*, Zbornik radova/Proceedings, Zagreb, 2012., dostupno na pars.rs/ddownload/_params/file_id/4198.html
8. Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka; Pecotić Kaufman, Jasminka, *Uvod u europsko pravo društava*, Zagreb, 2010.
9. Horak Hana; Dumančić, Kosjenka, *Jačanje prava dioničara i pravo dioničara na informacije*, Pravni vjesnik, 27:3-4/2011.
10. Horak, Hana; Dumančić, Kosjenka, *Transparency and Disclosure as key elements for companies and markets* u: Horak, Hana (ed.), 2nd International Conference: Legal and Economic Aspects of Corporate Governance – Market Transparency and Disclosure in Private and Public Companies, Proceedings, Zagreb, 2013., dostupno na <http://web.efzg.hr/dok/KID//Zbornik%20s%20konferencije%20o%20korp%20%20upr%20%202013%20.pdf>
11. Jerković, Dražen, *Tužbeni zahtjev u slučaju ništetnosti i pobjonosti*, Tradicionalno XXIV. Savjetovanje - Aktualnosti hrvatskog zakonodavstva i pravne prakse, Zbornik radova - Godišnjak Hrvatskog društva za građanskopravne znanosti i praksu, 20:16/2009
12. Josipović, Tatjana, *Izazovi harmonizacije građanskog prava putem direktiva* u: Forum za građansko pravo za jugoistočnu Evropu. Izbor radova i analiza. Prva regionalna konferencija, Cavtat, 2010. Knjiga 1., Beograd, 2010.
13. Klarić, Petar; Vedriš, Martin, *Grđansko pravo*, Zagreb, 2009.
14. Markovinović, Hrvoje, *Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica*, Zbornik radova s II. skopsko-zagrebačkog pravnog kolokvija, Skopje, 2009

15. Monciardini, D., *Good Business? The struggles for regulating ESG disclosure*, *Onati Socio-legal series* [online], 2(3), 1-23, dostupan na <http://ssrn.com/abstract=2041918>
16. Papadopoulos, Thomas, *The Market Abuse Directive and the Notion of Inside Information - Case C-19/11 Markus Geltl v Daimler AG (October 31, 2012)*, *Hellenic Review of European Law* 32:2-3/2012, dostupno na <http://ssrn.com/abstract=2267295>
17. Pervan, Ivica, *Financial Reporting for Croatian listed companies – need for harmonization with EU regulation*, dostupan na <http://ssrn.com/abstract=2237953>