

## POVLAČENJE VRIJEDNOSNIH PAPIRA SA ZAGREBAČKE BURZE (*DELISTING*) I POTREBA IZMJENE REGULATORNOG OKVIRA

Doc. dr. sc. Antonija Zubović \*

UDK: 336.761.6(497.5 Zagreb)

Ines Zubović Jardas, mag. iur., univ. spec. iur. \*\* 338.124.4:336.77.067(497.5 Zagreb)

Pregledni znanstveni rad

Primljeno: travanj 2018.

*U radu se analizira regulatorni okvir za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta u hrvatskom pravu, upućujući na otvorena pitanja u primjeni zakonskih odredaba. Autorice su provele istraživanje o postupcima povlačenja dionica sa Zagrebačke burze za referentni period od ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju (1. srpnja 2013. godine) do 31. prosinca 2017. godine. Iznose se rezultati istraživanja, koji se klasificiraju prema korporativnoj akciji koja je prethodila donošenju odluke o povlačenju dionica s uređenoga tržišta. Zaključuje se da do povlačenja dionica s uređenoga tržišta najčešće dolazi nakon provođenja postupka preuzimanja, pri čemu prethodno može doći do istiskivanja manjinskih dioničara iz društva. Daljnje korporativne akcije koje su prethodile odluci o delistingu su provođenje stečajnog postupka, kao i statusne promjene pripajanja ili preoblikovanja u društvo s ograničenom odgovornošću. Ujedno se upućuje na novi trend u regulatornom uređenju delistinga u njemačkom pravu, koji se u bitnome razlikuje od hrvatskih rješenja.*

*Ključne riječi: povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta, Zagrebačka burza, preuzimanje dioničkih društava, istiskivanje manjinskih dioničara, Frosta*

---

\* Dr. sc. Antonija Zubović, docentica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Hahlić 6, Rijeka; [azubovic@pravri.hr](mailto:azubovic@pravri.hr);  
ORCID ID: [orcid.org/0000-0001-8238-3495](http://orcid.org/0000-0001-8238-3495)

\*\* Ines Zubović Jardas, mag. iur., univ. spec. iur., Erste&Steiermärkische Bank, Jadranski trg 3A, Rijeka; [ines.zubovic89@gmail.com](mailto:ines.zubovic89@gmail.com);  
ORCID ID: [orcid.org/0000-0001-5048-9578](http://orcid.org/0000-0001-5048-9578)

## 1. UVOD \*\*\*

Korporativna akcija povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta je korporacijskopравни instrument i instrument tržišta kapitala. S jedne strane, odluka o povlačenju s uvrštenja jest pitanje unutarnjeg korporacijskog upravljanja, dok s druge strane na donošenje te odluke utječu i propisi prava tržišta kapitala. Budući da su burze dužne uskladiti svoje propise sa zakonodavnim okvirom, svaka izmjena zakonskih odredaba kojima se uređuje uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište, kao i njihovo povlačenje, utjecat će na donošenje odluke društva o provođenju ovih korporativnih akcija. S obzirom na tu okolnost postavlja se pitanje u kojoj mjeri intervenirati i u kom opsegu normirati korporativnu akciju povlačenja vrijednosnih papira s uređenoga tržišta, odnosno je li primjerenije prihvatiti liberalniji ili stroži režim uređenja povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta. U doktrini se ističe stajalište da zbog loše osmišljene i/ili provedene regulacije postoji opasnost od regulatorne arbitraže, smanjenja konkurentnosti tržišta, smanjenja transparentnosti, regulatorne preopterećenosti, odlaska ulagatelja na druga tržišta i sl.<sup>1</sup> Dakle, za davanje odgovora na to pitanje potrebno je sagledati niz čimbenika, razloge za izmjenu regulatornog okvira, vodeći računa o učincima izmjene regulatornog okvira na tržište kapitala u odnosu na ciljeve koji se žele postići intervencijom zakonodavca u pojedina pitanja tržišta kapitala.<sup>2</sup>

Razlikujemo postupke dobrovoljnog povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta, kada nadležni organ društva donosi odluku o povlačenju vrijed-

---

\*\*\* Ovaj rad su sufinancirali Hrvatska zaklada za znanost projektom projektom br. 9366 pod nazivom "Pravni aspekti korporativnih akvizicija i restrukturiranje društava utemeljenih na znanju" te Sveučilište u Rijeci projektom br. 13.08.1.2.01 pod nazivom "Zaštita korisnika na hrvatskom i europskom tržištu financijskih usluga".

<sup>1</sup> Bajakić, I., *Prekodifikacija: slučaj europske regulative tržišta kapitala*, u: Bogišić, V. (ur.), *Zbornik radova Europa i enciklopedija: kultura i kodifikacija*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu i Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2015., str. 127; Bajakić, I., *Problemi regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2009., str. 94; Maume, P., *The Parting of the Ways – Delisting Under German and UK Law*, *European Business Organization Law Review*, vol. 16, br. 2, 2015., str. 4, <http://ssrn.com/abstract=2671730> (15. veljače 2018.), iznosi stajalište da "prepuštanje uređenja ove korporativne akcije burzovnim pravilima može dovesti do 'natjecanja' između burzi, s ciljem privlačenja što većeg broja ulagatelja."

<sup>2</sup> Bajakić, *Problemi regulacije...*, *op. cit.* u bilj. 1, str. 44 – 45, ističe da "[p]ovijesno iskustvo pokazuje da je regulacija proces podložan cikličkim kretanjima" te da "ne postoji savršeno tržište i ne postoji savršena regulacija. Postoje ciklička kretanja na tržištu i ovisno o njima, sustavi se mijenjaju i prilagođavaju."

nosnih papira s uvrštenja, od slučaja kada do povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta dolazi neovisno o volji dioničkog društva.<sup>3</sup> Od potpunog povlačenja vrijednosnih papira s uređenoga tržišta potrebno je razlikovati slučajeve kada ne dolazi do potpunog povlačenja s uvrštenja, već društvo povlači svoje vrijednosne papire s jednog segmenta uvrštenja, u pravilu onog koji je za njega najzahtjevniji, uvrštavajući ih istovremeno u drugi, niži segment uvrštenja. Dakle, vrijednosni papiri i dalje ostaju uvršteni, međutim u burzovnoj kotaciji nižega stupnja transparentnosti. Riječ je o tzv. *downlistingu*.

Razlozi za *delisting* mogu biti različiti. Oni prije svega proizlaze iz drukčijeg položaja društava koja su uvrstila svoje dionice na organizirano tržište kapitala i onih koja to nisu. Tako se društvo može odlučiti za *delisting* ako su troškovi povezani s uvrštenjem na uređeno tržište veći od koristi koja proizlaze iz uvrštenja. To je povezano i s troškovima objavljivanja velikog broja informacija, što je obveza društava koja su uvrstila svoje dionice na uređeno tržište.<sup>4</sup> Zbog objavljivanja većeg broja informacija društvo postaje transparentnije, što mnogim društvima nije u interesu, ponajprije uzimajući u obzir konkurente na tržištu. Daljnji razlog za *delisting* može biti u neispunjenju očekivanja uprave i većinskog dioničara u vezi s učinkovitošću tržišta. Ujedno do *delistinga* može doći zbog nedostatka potražnje za tim vrijednosnim papirima, kada se dovodi u pitanje i likvidnost dionice. Vodeći računa o propisima kojima se uređuje preuzimanje dioničkih društava, treba istaknuti da će povlačenjem dionica s uređenog tržišta dioničko društvo prestati biti obuhvaćeno pojmom ciljnog društva u smislu Zakona o preuzimanju dioničkih društava, koji osigurava provedbu preuzimanja u zakonom uređenom postupku koji štiti interese manjinskih dioničara.<sup>5</sup> To će

<sup>3</sup> Doumet, M.; Limbach, P.; Theissen, E., *Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil (Wealth Effects of Delistings by German Firms after the Frosta Decision)*, str. 6, <http://ssrn.com/abstract=2660074> (10. siječnja 2018.); Onesti, T.; Romano, M.; Favino, C.; Pieri, V., *Going Private and Going Dark Strategies: Literature Review and Directions for Future Research*, str. 11, <http://ssrn.com/abstract=2366485> (20. prosinca 2017.).

<sup>4</sup> Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *(Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34, br. 1, 2013., str. 38.

<sup>5</sup> Giovannini, R.; Caselli, S.; Capizzi, V.; Pesic, V., *Voluntary Delisting? A Valid Option for Firms Restructuring*, str. 4, <http://ssrn.com/abstract=1928851> (15. prosinca 2017.), gdje se govori o mogućnosti korištenja *delistinga* kao protupreuzimateljske mjere. S druge strane Zubović, A., *Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2012., str. 122 – 232, ne navodi *delisting* kao protupreuzimateljsku mjeru. Isto stajalište zauzima i Ivkošić,

znatno utjecati na položaj manjinskih dioničara ako dođe do prelaska kontrolnoga praga od strane određenog dioničara ili pak osobe s kojom zajednički djeluje. U tom slučaju neće nastati obveza objavljivanja ponude za preuzimanje te će izostati zaštita koja se pruža manjinskim dioničarima u postupku preuzimanja.

Istraživanja pokazuju da je broj postupaka povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta u znatnom porastu.<sup>6</sup>

Zadatak je ovoga rada analizirati intenzitet postupaka povlačenja vrijednosnih papira s uređenoga tržišta u Republici Hrvatskoj te uputiti na otvorena pitanja u vezi s primjenom te korporativne akcije, koja je u hrvatskom pravu uređena kroz svega nekoliko zakonskih odredaba. Analizirat će se postupci povlačenja vrijednosnih papira sa Zagrebačke burze u periodu od ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju do 31. prosinca 2017. godine kako bi se uočili regulatorni problemi i predložila njihova rješenja *de lege ferenda*. Ujedno će se uputiti na novi trend u regulatornom uređenju *delistinga* u njemačkom zakonodavstvu, koji se u bitnome razlikuje od hrvatskih rješenja.

## 2. REGULATORNI OKVIR ZA POVLAČENJE VRIJEDNOSNIH PAPIRA S UREĐENOG TRŽIŠTA U HRVATSKOM PRAVU

Povlačenje vrijednosnih papira s uređenoga tržišta u hrvatskom pravu regulirano je odredbama Zakona o trgovačkim društvima<sup>7</sup> (dalje u tekstu: ZTD), kao

---

M., *Obrana dioničkog društva od neprijateljskog preuzimanja*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013.

<sup>6</sup> Martinez, I.; Serve, S.; Djama, C., *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, str. 2, <http://ssrn.com/abstract=2591449> (10. prosinca 2017.), iznose podatak da je u kontinentalnoj Europi broj postupaka povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenog tržišta od 2007. do 2012. godine povećan za 73 %; Thomsen, S.; Vinten, F., *Delistings in Europe and the Costs of Governance*, <http://ssrn.com/abstract=986603> (7. prosinca 2017.); Fungáčová, Z., *Can the Market Fix a Wrong Administrative Decision? Massive Delisting on the Prague Stock Exchange*, CERGE-EI Working Paper, br. 335, <http://ssrn.com/abstract=1114068> (8. prosinca 2017.); Croci, E.; Del Giudice, A., *Delistings, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1548515> (2. prosinca 2017.); Pattitoni, P.; Petracci, B.; Spisni, M., 'Hit and Run' and 'Revolving Doors': Evidence from the Italian Stock Market, *Journal of Management and Governance*, vol. 19, br. 2, str. 285 – 301, <http://ssrn.com/abstract=2033656> (11. prosinca 2017.).

<sup>7</sup> Narodne novine, br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 125/2011, 152/2011, 111/2012, 68/2013, 110/2015.

i odredbama Zakona o tržištu kapitala<sup>8</sup> (dalje u tekstu: ZTK). ZTD povlačenje dionica s uređenog tržišta izričito stavlja u nadležnost glavne skupštine, dok sam postupak povlačenja, kao i uvjete za valjanost odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta propisuje ZTK.

## 2.1. Nadležnost za donošenje odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta

Odluka o povlačenju vrijednosnih papira s uređenoga tržišta, sukladno hrvatskom pravu, u rukama je dioničara društva. ZTD u čl. 275. st. 1. t. 8. propisuje da je glavna skupština nadležna za donošenje odluke o povlačenju dionica s uvrštenja. ZTK u čl. 341. donošenje odluke o povlačenju dionica s uređenoga tržišta također stavlja u nadležnost glavne skupštine. Međutim, izričito propisuje da će donošenje odluke o *delistingu* biti u rukama glavne skupštine onih društava koja imaju sjedište u Republici Hrvatskoj i čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici<sup>9</sup>, pri čemu pod državom članicom podrazumijeva državu članicu Europske unije i državu potpisnicu Ugovora o Europskom gospodarskom prostoru. Ako je riječ o povlačenju dionica s uređenoga tržišta u Republici Hrvatskoj društva koje nema sjedište u njoj, sukladno odredbi čl. 17. Zakona o rješavanju sukoba zakona s propisima drugih zemalja u određenim odnosima<sup>10</sup> pripadnost pravne osobe određuje se po pravu države po kojem je ona osnovana.<sup>11</sup> To znači da bi se u tom slučaju primjenjivalo pravo države po kojem je ona osnovana, dakle gdje ima sjedište (teorija osnivanja/registriranoga sjedišta/inkorporacije). Ako bi društvo imalo sjedište u Republici Hrvatskoj, a dionice bi uvrstilo na uređeno tržište države koja nije država članica Europske unije ili država potpisnica Ugovora o Europskom gospodarskom prostoru, primjenjivalo bi se hrvatsko pravo, u ovom slučaju odredba ZTD-a kojom je donošenje odluke o *delistingu* stavljeno u nadležnost glavne skupštine. Što se tiče uvjeta za povlačenje dionica

<sup>8</sup> Narodne novine, br. 88/2008, 146/2008, 74/2009, 54/2013, 159/2013, 18/2015, 110/2015, 123/2016, 131/2017. Dana 27. srpnja 2018. godine stupio je na snagu novi ZTK, Narodne novine, br. 65/2018.

<sup>9</sup> Isti uvjet propisan je odredbom čl. 139. Pravila Zagrebačke burze. Dostupno na <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Pravila-2017-12-27/2017-12-27%20-%20ZSE%20-%20Pravila%20Burze%202017%20MIFID%20II.pdf> (15. ožujka 2018.).

<sup>10</sup> Narodne novine, br. 53/1991, 88/2001.

<sup>11</sup> Prema odredbi čl. 19. Zakona o međunarodnom privatnom pravu, koji stupa na snagu 29. siječnja 2019. godine, za osnivanje, djelovanje i prestanak pravne osobe mjerodavno je pravo države po kojem je ona osnovana. Narodne novine, br. 101/2017.

s uvrštenja, to društvo će ih povući prema pravilima uređenoga tržišta na kojima je uvrstilo svoje dionice.

U vezi s većinom kojom se donosi odluka o povlačenju dionica s uvrštenja, treba istaknuti da ZTD ne propisuje posebnu većinu kojom se donosi navedena odluka, što znači da se odluka donosi običnom većinom glasova. ZTK izričito uređuje da se ta odluka donosi većinom od tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenoga na glavnoj skupštini pri donošenju odluke (čl. 341. st. 2. ZTK-a), pa je to relevantno. Društvo bi statutom moglo postrožiti uvjete za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta, dakle moglo bi propisati veću većinu. Ako bi se statutom propisalo manji broj glasova potreban za povlačenje, takva bi statutarna odredba bila ništetna.

Odluka o povlačenju s uvrštenja upisuje se u sudski registar, a stupanje na snagu ovisit će o većini kojom je odluka donesena. Ako je odluka donesena većinom većom od devet desetina danih glasova, stupit će na snagu danom upisa odluke u sudski registar, osim ako je odlukom određeno da počinje djelovati protekom određenog roka od upisa odluke u sudski registar. U svim ostalim slučajevima odluka stupa na snagu protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar (čl. 341. st. 7. ZTK-a).<sup>12</sup> Dakle, dioničarima se daje tzv. *grace period* od šest mjeseci od upisa odluke u sudski registar, u kojem mogu prodati svoje dionice na tržištu kapitala, što je jedna od mjera zaštite koja se pruža dioničarima u postupku povlačenja dionica s uvrštenja.

Društvo je dužno, nakon što se odluka o povlačenju upiše u sudski registar, izvijestiti tržišnog operatera uređenog tržišta o povlačenju, nakon čega je tržišni operater dužan donijeti odluku o povlačenju s uvrštenja, i to slijedeći radni dan po zaprimanju odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu (čl. 341. st. 8. ZTK-a). Pritom je potrebno razlikovati donošenje odluke tržišnog operatera od konkretnog povlačenja dionica s uvrštenja. Ako je odluka o povlačenju s uvrštenja donesena većinom većom od devet desetina danih glasova, burza će sukladno odredbi čl. 133. st. 2. Pravila Zagrebačke burze povući dionice s uvrštenja na uređenom tržištu sljedeći trgovinski dan nakon što zaprimi odluku o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu odnosno protekom određenog roka od upisa odluke u sudski registar, kada je odlukom o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu tako određeno. Stavak 3. istog članka nadalje navodi da će u drugim slučajevima, osim slučajeva navedenih u čl. 133. st. 2. Pravila Zagrebačke burze, dakle kada je odluka o povlačenju s uvrštenja na glavnoj skupštini

<sup>12</sup> Isto pravilo usvaja i Zagrebačka burza. Vidi čl. 140. st. 2. i 3. Pravila Zagrebačke burze. Dostupno na <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Pravila-2017-12-27/2017-12-27%20-%20ZSE%20-%20Pravila%20Burze%202017%20MIFID%20II.pdf> (15. ožujka 2018.).

donesena većinom koja je manja od devet desetina danih glasova, burza povući dionice iz uvrštenja na uređenom tržištu protekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar. Dakle, dionice će biti uvrštene još šest mjeseci, i to je rok koji se ostavlja dioničarima za prodaju svojih dionica na uređenom tržištu.

## 2.2. Obveza otkupa uz isplatu pravične naknade

Drugi važan aspekt ove korporativne akcije jest pitanje postojanja obveze otkupa uz isplatu pravične naknade. Unutar ovog pitanja otvaraju se daljnja potpitanja – postoji li obveza otkupa, tko ima pravo na otkup te pitanje visine pravične naknade.

Sukladno uređenju u hrvatskom pravnom poretku potrebno je da društvo već u objavi prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja, dakle u dnevnom redu glavne skupštine, dade neopozivu izjavu kojom se obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar. Stavljajući ovu odredbu u odnos s odredbom o stupanju na snagu odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta, dolazimo do zaključka da do obveze otkupa dolazi prije nego što je odluka stupila na snagu, u onim slučajevima kada je odluka donesena većinom koja je manja od devet desetina danih glasova. Naime, u tim slučajevima odluka stupa na snagu šest mjeseci od njezina upisa u sudski registar.

U vezi s pitanjem osoba koje imaju pravo tražiti otkup dionica, hrvatski zakonodavac dao je to pravo samo onim dioničarima koji su sudjelovali u radu glavne skupštine i koji su glasovali protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu. Što se tiče položaja onih dioničara koji nisu sudjelovali u radu glavne skupštine, njima će pripadati to pravo, ali samo pod uvjetom da je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno. Dakle, dioničar koji nije sudjelovao na glavnoj skupštini, a da je ona pravilno i pravodobno sazvana, ne bi mogao tražiti otkup svojih dionica. Ako bi se pravo na otkup dalo onim dioničarima koji nisu sudjelovali na glavnoj skupštini, ne uzimajući u obzir je li glavna skupština nepravilno ili nepravodobno sazvana, znatno bi se proširio krug osoba kojima se daje pravo na otkup dionica. To bi dovelo do toga da bi se pasivnost dioničara “nagrađivala”, jer se od onih koji sudjeluju na glavnoj skupštini traži da se očituju, odnosno da glasuju protiv odluke o povlačenju dionica s uvrštenja. Tu bi onda trebalo razmisliti o tome da se to pravo dade i onim dioničarima koji su sudjelovali na glavnoj skupštini bez obzira na to kako su glasovali o toj točki dnevnoga reda. Dakle, to pravo bi se onda dalo svim dioničarima društva bez obzira na to jesu li sudjelovali na glavnoj skupštini ili

nisu, i ako su sudjelovali na glavnoj skupštini, bez obzira na to kako su glasovali. Takvim rješenjem hrvatsko pravo približilo bi se njemačkom pravu, u kojem pravo na otkup dionica imaju svi dioničari društva. Međutim, u njemačkom pravu to je opravdano činjenicom što odluku o povlačenju dionica s uvrštenja donosi uprava društva, dakle dioničari *de facto* nemaju mogućnost izjaviti protivljenje toj odluci. Oni ni ne sudjeluju u donošenju te odluke. Autorice smatraju da je u pogledu kruga osoba koje imaju pravo tražiti otkup dionica dobro zadržati zakonsko rješenje, čime se potiče aktivizam dioničara u sudjelovanju na glavnoj skupštini društva.<sup>13</sup> Iako, to je za društvo neizvjesno jer se ne zna koliko će dioničara postaviti zahtjev za otkupom svojih dionica, s druge strane broj dionica koje ono mora otkupiti znatno je manji. Dakle, ovim rješenjem se postiže kompromis između interesa društva i interesa dioničara.

Prema ZTK-u broj dioničara koji imaju pravo na otkup svojih dionica predviđiv je. S obzirom na to da se odluka o povlačenju s uvrštenja mora donijeti većinom od tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenoga na glavnoj skupštini pri donošenju odluke, to mogu biti samo dioničari koji ukupno drže najviše do jedne četvrtine udjela u temeljnom kapitalu društva, što i za društvo predstavlja veći stupanj financijske izvjesnosti od one u kojoj bi to pravo bilo dano svim dioničarima.

Treći aspekt odnosi se na visinu pravične naknade. ZTK u čl. 341. st. 9. sadržava pretpostavku pravične naknade. To će biti prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu izračunata kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako je riječ o tzv. nelikvidnim dionicama<sup>14</sup>, pravična naknada utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.<sup>15</sup> Fer vrijednost dionice procjenjuje se na dan objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Definirajući pravičnu naknadu zakonodavac je pružio zaštitu manjinskim dioničarima. Međutim, društvu je ipak ostavljena mogućnost da *de facto* utječe na visinu pravične naknade i kada se ona određuje na temelju tržišnih podataka, primjerice odabirom datuma sazivanja glavne skupštine u vrijeme kada se bilježi pad cijene dionice na tržištu.

<sup>13</sup> Takvo je stajalište zauzeo zakonodavac kod statusnih promjena podjele, preoblikovanja i kod pripajanja. Vidi odredbe čl. 532., 550.j i 562. ZTD-a.

<sup>14</sup> Dionicama kojima se trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednjih triju mjeseci prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva.

<sup>15</sup> ZTK u čl. 341. st. 10. propisuje obvezni sadržaj elaborata o procjeni fer vrijednosti.



Ako novčana naknada ne bi bila pravično određena, dioničari, na temelju odredbe čl. 341. st. 6. ZTK-a, ne bi iz toga razloga mogli pobijati odluku glavne skupštine. Dalje u istoj zakonskoj odredbi stoji da zahtjev dioničara zastarijeva u roku od dva mjeseca od dana upisa odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar. Iz zakonske dikcije i redosljeda rečenica u zakonskoj odredbi nije jasno o kojem je zahtjevu riječ te bi tu zakonsku odredbu svakako trebalo jasnije sročiti. Moglo bi se s jedne strane zauzeti stajalište da je riječ o roku koji je određen dioničarima za postavljanje zahtjeva za isplatom pravične naknade. U tom slučaju dolazimo do situacije da je dioničar dužan postaviti taj zahtjev najkasnije dva mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar, društvo je dužno otkupiti njegove dionice najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar, a ako je odluka donesena većinom manjom od devet desetina danih glasova, ona stupa na snagu istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar. S druge strane, moglo bi se zauzeti stajalište da je riječ o zahtjevu dioničara za preispitivanje pravične naknade. Dioničari odluku glavne skupštine ne mogu pobijati ako smatraju da iznos naknade nije pravičan. Međutim, oni bi morali moći pokrenuti postupak njezina preispitivanja u određenom roku. Odredbu bi svakako trebalo jasnije formulirati, odnosno zasebno definirati rok za postavljanje zahtjeva za isplatom otpremnine i zahtjeva za preispitivanje je li naknada pravična.

Daljnje pitanje kod donošenja odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta jest činjenica da otkupom dionica od dioničara koji su glasovali protiv odluke o povlačenju s uvrštenja, kao i onih koji nisu sudjelovali u njezinu radu, ako su za njih ispunjene propisane pretpostavke, društvo stječe vlastite dionice.<sup>16</sup> Postavlja se pitanje primjene odredaba ZTD-a na ovaj oblik stjecanja vlastitih dionica. ZTD u čl. 233. st. 4. izričito limitira gornju granicu držanja vlastitih dionica na 10 % temeljnoga kapitala društva. Međutim, otkupom dionica u postupku povlačenja s uvrštenja moguće je da društvo stekne dionice preko propisane gornje granice.<sup>17</sup> Smatramo da je u tom slučaju riječ o

---

<sup>16</sup> U europskom pravu stjecanje vlastitih dionica uređeno je Drugom direktivom u pravu društava. Direktiva je izmijenjena i dopunjena 2006., 2009., 2012. i 2017. godine. Posljednja je izmjena stupila na snagu 19. srpnja 2017. godine. Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law, OJ L 169, 30. lipnja 2017., str. 46 – 127. Godine 2006. učinjene su bitne izmjene u Drugoj direktivi koje su omogućile društvima veću fleksibilnost u stjecanju vlastitih dionica. Vidjeti više u: Maurović, Lj., *Smjernica 2006/68/EC o održavanju kapitala i stjecanju vlastitih dionica društva*, Hrvatska pravna revija, br. 6, 2007., str. 4.

<sup>17</sup> Čulinović-Herc, E.; Mikinac, O., *Otvorena pitanja uvrštenih dioničkih društava: razlozi za i protiv povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu*, u: Čulino-

valjanom stjecanju vlastitih dionica, međutim sukladno odredbi čl. 236. st. 2. ZTD-a društvo je dužno vlastite dionice kojima prelazi prag od 10 % otuđiti u roku od tri godine od stjecanja dionica.<sup>18</sup> Ako se vlastite dionice ne bi otuđile u tom roku, društvo ih je dužno povući.<sup>19</sup> Odluku o povlačenju donosi glavna skupština, međutim na temelju odredbe čl. 233. st. 2. ZTD-a glavna skupština može ovlastiti upravu odnosno upravni odbor da povuče vlastite dionice uz smanjenje temeljnog kapitala društva, a da za to nije potrebna njezina posebna odluka.

Ujedno, da bi stjecanje vlastitih dionica bilo valjano, društvo mora stvoriti propisane rezerve za te dionice, i to na način da neto aktiva društva iskazana u financijskim izvješćima za posljednju poslovnu godinu zbog stjecanja dionica ne postane manja od iznosa temeljnog kapitala i rezervi koje po zakonu ili po statutu ono mora imati, a koje se ne smiju koristiti za isplate dioničarima. U tu svrhu treba iznos temeljnog kapitala računski umanjiti za iznos za koji taj kapital još nije uplaćen ako taj iznos nije iskazan na aktivnoj strani izvještaja o financijskom položaju. Dakle, da bi društvo moglo otkupiti dionice u postupku povlačenja dionica s uvrštenja, bit će dužno formirati rezerve za stjecanje vlastitih dionica, na čiji iznos će utjecati broj dioničara koji imaju pravo na otpremninu i odredbe o pravičnoj naknadi koja je definirana u ZTK-u.

---

vić-Herc, E.; Jurić, D.; Žunić Kovačević, N. (ur.), *Zbornik radova sa konferencije "Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije"*, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2011., str. 93.

<sup>18</sup> Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2013., str. 663, ističe da se vrijeme računa od dana stjecanja svake pojedine dionice.

<sup>19</sup> Posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica su odgovornost za prekršaj (čl. 630. st. 2. ZTD-a), odgovornost uprave za štetu koju su društvo ili njegovi vjerovnici pretrpjeli u vezi s nedopuštenim stjecanjem vlastitih dionica (čl. 252. st. 3. t. 3. ZTD-a), a to će biti i razlog za opoziv članova uprave. Vidjeti više kod Gorenc, V., *Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007.*, Pravo i porezi, br. 3, 2008., str. 7; Miladin, P., *Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica*, Hrvatska pravna revija, br. 3, 2002., str. 160; Parać, Z., *Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice*, Pravo u gospodarstvu, vol. 38, sv. 4, 1999., str. 613 – 614; Parać, Z., *Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara*, u: *Zbornik 47. susreta pravnika*, Opatija, 2009., str. 109 – 128.

### 3. KORPORATIVNE AKCIJE POVLAČENJA DIONICA SA ZAGREBAČKE BURZE NAKON ULASKA REPUBLIKE HRVATSKE U EUROPSKU UNIJU

Istraživanje o povlačenju dionica sa Zagrebačke burze provedeno je za referentno razdoblje od 1. srpnja 2013. godine do 31. prosinca 2017. godine. U navedenom razdoblju ukupno je proveden 51 postupak povlačenja dionica sa Zagrebačke burze.<sup>20</sup> Istraživanje je pokazalo da je povlačenje dionica najčešće uslijedilo nakon provođenja postupka preuzimanja, pri čemu je u određenom broju slučajeva prije *delistinga* provedena korporativna akcija isključenja manjinskih dioničara iz društva (*squeeze out*). U jednom većem postotku postupku *delistinga* prethodilo je provođenje stečajnog odnosno predstečajnog postupka ili je povlačenje uslijedilo nakon provođenja statusne promjene, najčešće pripajanja ili preoblikovanja.

#### 3.1. *Delisting* nakon provedenog postupka preuzimanja

Preuzimanje je postupak koji ima za cilj stjecanje odnosno jačanje kontrole nad ciljnim društvom.<sup>21</sup> Osoba koja stekne kontrolu nad društvom imat će mogućnost

---

<sup>20</sup> Pri obradi dokumenata korištena je i kvalitativna i kvantitativna analiza sadržaja. Kvalitativnom analizom (nefrekvencijskom) pokušalo se otkriti bilježenje određenog sadržaja unutar strateških dokumenata te se analiziralo njegovo obilježje, odnosno koliko je pojam *delistinga* i njemu srodni pojmovi zastupljen na mrežnoj stranici Zagrebačke burze [www.zse.hr](http://www.zse.hr). Navedena metoda pokazala se vrlo uspješnom u tome da se na sustavan, jednostavan i objektivan način istraži sadržaj dokumenata kako bi se dobio uvid o zastupljenosti postupaka *delistinga* na Zagrebačkoj burzi, stoga je korištena u okviru ovoga istraživanja. Kvantitativnom analizom (frekvencijskom) pokušala se otkriti frekvencija i obujam izrečenog sadržaja unutar istraženih dokumenata kako bi se dobio potpuniji i dublji opis korporativnih akcija koje su prethodile postupku *delistinga*. Sakupljeni podatci obrađeni su i kategorizirani prema navedenim dijelovima sadržaja koji se ispitivao. Pri određivanju jedinica analize sadržaja uzeti su u obzir ciljevi analize sadržaja, kategorije sadržaja. Odnosno analizirani su pojedini elementi teksta, najčešće riječi, rečenice, odlomci teksta itd., dakle različiti termini i pojmovi vezani uz *delisting* i korporativne akcije koje su mu prethodile. U radu se ne navode podatci o društvima koja su provela korporativnu akciju iz tog razloga što autoricama nije poznato jesu li u tijeku kakvi parnični, izvanparnični i drugi postupci vezani uz provođenje korporativne akcije *delistinga*, kao i akcije koja je prethodila odluci o *delistingu*.

<sup>21</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih društava (dalje u tekstu: ZPDD) definira ciljno društvo kao dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj u smislu odred-

utjecati na donošenje ključnih odluka u društvu i time utjecati na sudbinu samoga društva.<sup>22</sup> To će se reflektirati na položaj ostalih manjinskih dioničara u društvu, kao i na interese šireg kruga osoba, interese zaposlenika, dobavljača, kreditora, klijenta, interese lokalne zajednice, kao i gospodarstva u cjelini.<sup>23</sup> Budući da se stjecanjem kontrole od strane dioničara koji drži kontrolni paket dionica znatno mijenja položaj manjinskih dioničara, zakonodavac im je pružio zaštitu propisivanjem obveze objavljivanja ponude za preuzimanje u trenutku prelaska kontrolnog praga. Taj prag u hrvatskom pravu iznosi 25 % dionica s pravom glasa.<sup>24</sup>

U referentnom razdoblju u šest postupaka povlačenja dionica s uređenog tržišta prethodno je proveden postupak preuzimanja. U pet slučajeva objavljena je obvezna ponuda za preuzimanje, dok je u jednom slučaju objavljena dobrovoljna ponuda za preuzimanje. Važno je za istaknuti da u svih šest ponuda za preuzimanje nije objavljena namjera provođenja korporativne akcije povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta, iz čega se daje zaključiti da ponuditelji izbjegavaju, odnosno ne objavljuju postojanje namjere provođenja *delistinga* nakon provedenog postupka preuzimanja, dakle nakon stjecanja kontrole nad uvrštenim društvom ili pak tu odluku donose naknadno ovisno o postotku

---

bi ZTK-a, ili čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište države članice Europskog gospodarskog prostora, a nisu uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, ili dioničko društvo sa sjedištem u drugoj državi Europskog gospodarskog prostora čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište. (Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013) U europskom pravu preuzimanje dioničkih društava uređeno je Direktivom o ponudama za preuzimanje. (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30. travnja 2004., str. 12 – 23).

<sup>22</sup> Parać, Z., *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, vol. 42, br. 4, 2003., str. 45. Petrović, S., *Pripajanje dioničkih društava i druge koncentracije u pravu društava*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 1998., str. 103; Kocbek, M.; Plavšak, N.; Pšeničnik, D., *Zakon o prevzemih (ZPre-I)*, GV Založba, Ljubljana, 2006., str. 23; Van Gerven, D., *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, vol. I, Cambridge University Press, Cambridge, 2008., str. 16.

<sup>23</sup> Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 50, br. 2, str. 380.

<sup>24</sup> U doktrini se ovaj prag osporava kao prenikak. Vidi više u: Parać, Z., *op. cit.* u bilj. 22, str. 47 – 48; Petrović, S., *Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva*, Hrvatska pravna revija, br. 8, 2002., str. 22; Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Is there a need for a revision of the control threshold in Croatian takeover law?*, SGEM 2016 Conference Proceedings on Political Sciences, Law, Finance, Economics & Tourism, vol. II, book 2, 2016., str. 669 – 676.

držanja dionica po provedenom postupku preuzimanja jer kod držanja visokog postotka dionica može doći do prestanka uvjeta za uvrštenje, ponajprije uvjeta koji se odnosi na *free-float*.<sup>25</sup> To će svakako utjecati i na donošenje odluke o *squeeze outu*. Istraživanje je pokazalo visok postotak držanja dionica nakon provedenog postupka preuzimanja. U pet slučajeva u kojima je odmah došlo do *delistinga*, bez prethodnog provođenja postupka istiskivanja manjinskih dioničara, bila je riječ o postotku koji je bio viši od 80 % glasačkih prava. Što se tiče vremena nakon kojega je uslijedio postupak *delistinga*, u trima slučajevima *delisting* je uslijedio u razdoblju kraćem od jedne godine od objavljene ponude za preuzimanje, dok je u trima slučajevima uslijedio u razdoblju dužem od jedne godine od objavljene ponude za preuzimanje, pri čemu je najduži period kraći od dvije godine. Iz toga se daje zaključiti da ponuditelji vrlo brzo nakon provedenog postupka preuzimanja provode postupak *delistinga*.

### 3.2. *Delisting* koji je uslijedio nakon postupka istiskivanja manjinskih dioničara iz društva nakon provedenog postupka preuzimanja

Nerijetko uslijed provođenja postupka preuzimanja dolazi do situacije u kojoj ponuditelj u ciljnom društvu stekne postotak dionica koji mu omogućava provedbu postupka istiskivanja manjinskih dioničara, tzv. *squeeze out*. *Squeeze out* je u hrvatskom zakonodavstvu uređen odredbama dvaju zakona – ZTD-om i ZPDD-om. Stoga, nakon provođenja postupka preuzimanja ponuditelj može istisnuti manjinske dioničare kroz regulatorni okvir jednog ili drugog zakona. Da bi istisnuo manjinske dioničare prema odredbama ZPDD-a, potrebno je da je istiskivanje učinjeno u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, što je izričito uvjetovano odredbom čl. 45. st. 2. ZPDD-a. Ako istekne prekluzivni rok od tri mjeseca, istiskivanje je moguće samo prema odredbama ZTD-a.

U referentnom razdoblju u sedam postupaka povlačenja dionica sa Zagrebačke burze prethodio je postupak istiskivanja manjinskih dioničara. U pet slučajeva istiskivanje manjinskih dioničara provedeno je prema odredbama ZPDD-a, dok je u dvama slučajevima istiskivanje provedeno prema odredbama ZTD-a. Istraživanje je pokazalo da ako ponuditelji steknu dovoljan postotak dionica za provođenje *squeeze outa*, oni najprije provode *squeeze out* pa tek onda *delisting*.

<sup>25</sup> Da bi vrijednosni papir mogao biti uvršten na redovito tržište, javnosti mora biti distribuirano najmanje 15 % dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje. Iznimno, dionice mogu biti uvrštene i ako je distribucija javnosti manja od prethodno utvrđene ako burza utvrdi da je moguća fer, uredna i djelotvorna trgovina uz dovoljnu pretpostavljenu likvidnost, uzimajući u obzir: 1. broj dionica koje su distribuirane javnosti i 2. tržišnu kapitalizaciju uvrštenih dionica.

U trinaest postupaka *delistinga* koji je uslijedio nakon provođenja postupka preuzimanja u šest je slučajeva nakon preuzimanja uslijedio *delisting*, dok je u sedam slučajeva najprije proveden postupak istiskivanja manjinskih dioničara pa je tek onda proveden *delisting*.

### 3.3. *Delisting* koji je uslijedio nakon otvaranja stečajnog i predstečajnog postupka nad izdavateljem

Odredbama novog Stečajnog zakona (dalje u tekstu: SZ) izričito je propisano da se stečajni postupak provodi radi skupnoga namirenja vjerovnika stečajnoga dužnika, unovčenjem njegove imovine i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima.<sup>26</sup> U pravilu otvaranjem stečajnog postupka prestaje i trgovanje dionicama društva nad kojim je otvoren stečajni postupak, čime se sukladno odredbama ZTK-a ostvaruju uvjeti kojima je definirano da je burza dužna donijeti odluku o isključenju iz trgovanja kad financijski instrument više ne udovoljava pravilima burze, odnosno kada se njime određeni period ne trguje.

S druge strane, predstečajni postupak ima svrhu omogućiti poduzetniku s poslovnim poteškoćama nastavljnje obavljanja djelatnosti i uređenje njegova odnosa s vjerovnicima (čl. 2. st. 1. SZ-a). Pretpostavka otvaranja predstečajnog postupka za navedenu svrhu jest postojanje prijetće nesposobnosti za plaćanje dužnika, koja postoji ako sud stekne uvjerenje da dužnik svoje obveze neće moći ispuniti po dospijeću, a dokazuje se potvrdom Financijske agencije (čl. 4. SZ-a).

U referentnom razdoblju provedeno je šesnaest slučajeva povlačenja dionica sa Zagrebačke burze kao posljedica otvaranja stečajnog postupka te tri slučaja koji su uslijedili nakon otvaranja predstečajnog postupka.

### 3.4. *Delisting* koji je uslijedio nakon otvaranja postupka sanacije

Sanacija se definira kao reorganizacija društva s poteškoćama u poslovanju uglavnom putem uspostavljanja novih financijskih odnosa – bitnim promjenama financijskog stanja društva. Dakle, skup mjera koje se poduzimaju da bi se neko društvo izvuklo iz poteškoća i osposobilo za daljnje poslovanje.

U referentnom razdoblju došlo je do jednog povlačenja dionica s uvrštenja društva kao posljedica otvaranja postupka sanacije. Bila je riječ o vrijednosnim

---

<sup>26</sup> Čl. 2. Stečajnog zakona, Narodne novine, br. 71/2015, 104/2017.

papirima društva u financijskom sektoru.<sup>27</sup> U sanacijskom planu utvrđeno je da je sanacija nužna u javnom interesu, i to po osnovi dva cilja sanacije: 1. očuvanje ključnih funkcija društva, u prvom redu radi osiguravanja dostupnosti kreditiranja te platnih usluga građanima i gospodarskim subjektima te 2. zaštita javnih sredstava. Treba istaknuti da otvaranjem postupka sanacije nije bio najavljen *delisting*, a poslije je uslijedio u tijeku postupka sanacije.

### 3.5. *Delisting* koji je uslijedio nakon provođenja statusne promjene

Riječ je o statusnoj promjeni dioničkog društva kada odlukom dioničkog društva dođe do takvih pravnih promjena nakon kojih se ono, s obzirom na prijašnja obilježja, više ne može smatrati istim dioničkim društvom. Ono što je zajedničko svim slučajevima statusnih promjena dioničkog društva jest da se ne provodi likvidacija kada dioničko društvo prestaje kao pravna osoba. Društvo se gospodarski nastavlja u jednome ili više drugih društava u kojima dioničari nastavljaju dotadašnje članstvo, ali u drukčijoj članskoj strukturi.<sup>28</sup> ZTD propisuje četiri temeljne statusne promjene, a to su pripajanje, spajanje, podjela i preoblikovanje dioničkih društava. Razni gospodarski razlozi mogu biti uzrok statusnim promjenama društva.

U razdoblju od 1. srpnja 2013. godine do 31. prosinca 2017. godine provedeno je pet postupaka *delistinga* koji su uslijedili nakon provođenja statusne promjene, od kojih je kod triju društava provedena statusna promjena pripajanja i kod dvaju društava statusna promjena preoblikovanja.

Sukladno odredbama ZTD-a jedno ili više dioničkih društava mogu se pripojiti drugome dioničkome društvu, a da se ne provede postupak likvidacije prijenosom cijele imovine jednoga ili više društava (pripojenih društava) drugome društvu (društvu preuzimatelju) u zamjenu za dionice toga društva. Pripajanjem prestaje postojati pripojeno društvo kao pravna osoba, dakle dolazi do njegova *delistinga*, i gospodarski se nastavlja u društvu preuzimatelju koje već postoji. Poduzimanjem radnji pripajanja zapravo se odlučuje o nastavljanju društva, ali u drugome društvu.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> U europskom zakonodavstvu relevantna je Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća, OJ L 173, 12. lipnja 2014., str. 190 – 348.

<sup>28</sup> Barbić, J., *Statusne promjene dioničkog društva*, Pravo i porezi, br. 8, 2004., str. 3.

<sup>29</sup> Za pravne učinke statusnih promjena pripajanja i spajanja vidjeti više u: Petrović, S., *Pripajanje i spajanje kao statusne promjene*, Pravo u gospodarstvu, br. 1, 2000., str.

Člankom 135. st. 1. t. 8. Pravila Zagrebačke burze određeno je da uvrštenje može prestati prestankom postojanja izdavatelja, a st. 1. t. 9. istog članka da uvrštenje prestaje prestankom postojanja financijskog instrumenta.<sup>30</sup> Člankom 142. Pravila Zagrebačke burze određeno je da uvrštenje prestaje isti, odnosno sljedeći trgovinski dan nakon što burza zaprimi od izdavatelja rješenje o upisu statusne promjene u sudski registar, odnosno o prestanku postojanja izdavatelja, ili odluku središnjeg depozitorija odnosno središnjeg registra. U svim trima slučajevima pripojena društva bila su članovi depozitorija te je središnji depozitorij dostavio odluku burzi u kojoj je naveden posljednji dan trgovanja dionicama pripojenoga društva.<sup>31</sup> Ovdje treba istaknuti da se na glavnoj skupštini pripojenoga društva ne donosi odluka o povlačenju dionica s uvrštenja, nego se donosi odluka o odobravanju ugovora o pripajanju. Dakle, dioničarima se pruža zaštita kroz odredbe ZTD-a o provođenju statusne promjene, u ovom slučaju pripajanja. Sukladno odredbi čl. 522. ZTD-a upisom pripajanja oni će postati dioničari društva preuzimatelja, gdje gledano s aspekta uvrštenja dionica na uređeno tržište treba razlikovati slučaj kada je društvo preuzimatelj uvrstilo svoje dionice na burzu i kada to nije učinilo. U prvom slučaju dioničari pripojenoga društva u zamjenu za dionice pripojenoga društva stječu uvrštene dionice društva preuzimatelja te će u obavijesti središnjeg depozitorija biti naveden prvi dan kada dioničari pripojenog društva mogu trgovati sa zamjenskim dionicama društva preuzimatelja (čl. 724. Upute SKDD-a), dok će u drugom slučaju steći dionice koje nisu uvrštene na burzu. U svim trima slučajevima povlačenja dionica sa Zagrebačke burze dionice društava preuzimatelja bile su u trenutku provođenja statusne promjene pripajanja uvrštene na Zagrebačku burzu.

U dvama slučajevima do *delistinga* je došlo kao posljedica provođenja preoblikovanja dioničkog društva. U oba slučajeva dioničko društvo preoblikovalo se u društvo s ograničenom odgovornošću, čime je ispunjen uvjet za prestanak uvrštenja. Kao i kod pripajanja, na glavnoj skupštini se ne donosi zasebna odluka o povlačenju dionica s uvrštenja, nego se donosi samo odluka o preoblikovanju. Dioničarima se zaštita pruža kroz odredbe ZTD-a kojima se uređuje statusna promjena preoblikovanja. Tako je čl. 562. ZTD-a izričito

---

27 – 75; Barbić, J., *Statusne promjene dioničkih društava – pripajanje i spajanje*, Pravo i porezi, br. 9, 2004., str. 3 – 13.

<sup>30</sup> Pravila Zagrebačke burze, dostupno na <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Pravila-2017-12-27/2017-12-27%20-%20ZSE%20-%20Pravila%20Burze%202017%20MIFID%20II.pdf> (15. ožujka 2018.).

<sup>31</sup> Sadržaj obavijesti o provedbi korporativne akcije propisan je u čl. 724. Upute Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, dostupno na <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:5142870201066::NO> (3. kolovoza 2018.).



propisana obveza društva otkupiti udio dioničara koji je glasovao protiv donošenja odluke o preoblikovanju d. d.-a u d. o. o. plaćanjem primjerene naknade u novcu<sup>32</sup>, pod uvjetom da dioničar postavi zahtjev u roku od dva mjeseca od kada je objavljen upis preoblikovanja u sudski registar.

U obama slučajevima preoblikovanja društva su bila članovi depozitorija SKDD-a te je SKDD, sukladno Pravilima i Uputi SKDD-a, donio odluku o prestanku članstva i povlačenju dionica izdavatelja koju je dostavio članu depozitorija, Hanfi, tržišnom operateru i svim članovima sudionicima (čl. 717. Upute SKDD-a).

#### 4. NOVI REGULATORNI OKVIR UREĐENJA POVLAČENJA VRIJEDNOSNIH PAPIRA S UREĐENOG TRŽIŠTA U NJEMAČKOM PRAVU

##### 4.1. Njemački regulatorni okvir do 2015. godine

U njemačkom, kao i u hrvatskom pravu, dva su ključna pitanja za uređenje povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta. S jedne strane postavlja se pitanje u čijoj je nadležnosti donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja, dok se s druge strane postavlja pitanje otkupa dionica te s time povezano pitanje isplate pravične naknade.

Za razliku od hrvatskog prava u njemačkom pravu donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja nije izričito stavljeno u nadležnost glavne skupštine.<sup>33</sup>

Do donošenja odluke u predmetu *Macrotron* 2002. godine zauzimala su se oprečna stajališta. S jedne strane isticalo se da je donošenje takve odluke u rukama uprave društva, dok se s druge strane zauzimalo stajalište da donošenje odluke takvog sadržaja treba biti u nadležnosti glavne skupštine.<sup>34</sup> Prema sta-

---

<sup>32</sup> Dioničar i društvo sporazumno utvrđuju novčanu naknadu za otkupljeni udio. Ne postignu li taj sporazum u roku od 30 dana od dana kada je dioničar postavio zahtjev, društvo je dužno dioničaru platiti primjerenu naknadu koju na prijedlog dioničara ili društva odredi sud (čl. 562. st. 2. ZTD-a).

<sup>33</sup> Odredbom par. 119 AktG-a određuju se pitanja koja spadaju u nadležnost glavne skupštine. Tom odredbom nisu obuhvaćeni i slučajevi povlačenja dionica s uvrštenja.

<sup>34</sup> Zetzsche, D., *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS) – Heinrich-Heine-University Düsseldorf; IFS – Propter Homines Chair Working Paper Series – University of Liechtenstein, str. 8, <http://ssrn.com/abstract=2387712> (10. prosinca 2017.).

jalištu zauzetom u odluci *Macrotron*<sup>35</sup> odluka o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta treba biti u nadležnosti glavne skupštine te dioničarima treba isplatiti pravičnu naknadu za otkup njihovih dionica, koja može biti podvrgnuta ispitivanju u posebnom postupku (*Spruchverfahren*).<sup>36</sup> Riječ je o postupku kojega mogu pokrenuti dioničari društva koji smatraju da naknada nije pravično određena, a u njemačkom pravu uređen je odredbama *Spruchverfahrgesetz* – *SpruchG*.<sup>37</sup> *SpruchG* u par. 1 izričito definira polje primjene navodeći postupke na koje se primjenjuje. U hrvatskom pravu navedena se pitanja rješavaju u izvanparničnom postupku.<sup>38</sup>

U predmetu *Lindner*<sup>39</sup> 2008. godine pred sudom u Münchenu (Oberlandesgericht München) otvoreno je pitanje primjene kriterija za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta na slučajeve *downlistinga*, dakle kada ne dolazi do potpunog povlačenja, nego samo do promjene segmenta uvrštenja. Sud je odlučio da se na slučajeve *downlistinga* ne primjenjuju kriteriji određeni u predmetu *Macrotron*. Do primjene tih kriterija dolazi samo kada se dionice u potpunosti povlače s uređenog tržišta.<sup>40</sup> Stajalište izneseno u predmetu *Lindner* preispitivano

<sup>35</sup> BGH v. 25. 11. 2002, BGH Aktenzeichen IIZR13301 II ZR 133/01, DStR 2003, str. 990. Odluka u predmetu *Macrotron* temelji se na ranije donesenoj odluci Ustavnog suda iz 1999. godine (Bundesverfassungsgericht – BverfG, Odluka od 27. travnja 1999., 1 BvR 1613/94).

<sup>36</sup> Prema stajalištu zauzetom u odluci *Macrotron* za podnošenje zahtjeva za povlačenje vrijednosnih papira s uvrštenja mora biti ispunjeno pet uvjeta: 1. da je odlučivanje o tome stavljeno u nadležnost dioničara društva, 2. da su dioničarima dane sve potrebne obavijesti za donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja, 3. da se odluka donosi običnom većinom glasova, 4. izdavatelj ili većinski dioničar dužni su ponuditi plaćanje naknade u novcu za stjecanje svih preostalih dionica društva, 5. da postoji mogućnost pokretanja postupka za preispitivanje pravičnosti ponudene naknade (*Spruchverfahren*).

<sup>37</sup> *Spruchverfahrgesetz* vom 12. Juni 2003, BGBl. I S. 838.

<sup>38</sup> O rješavanju pitanja u izvanparničnim postupcima vidjeti više u: Miladin, P., *Poredbenopravna analiza izvanparničnog postupka u Zakonu o trgovačkim društvima i prijedlozi de lege ferenda*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 1 – 2, str. 589 – 634, gdje upućuje na određene praznine u hrvatskom pravu društava te daje prijedloge *de lege ferenda*.

<sup>39</sup> Oberlandsgericht München od 21. svibnja 2008. – 31 Wx 62/07, ZIP 2008, str. 1137, 1140 (Lindner II).

<sup>40</sup> Isto stajalište zauzeo je i sud u Berlinu. KG Berlin v. 30. 4. 2009, 2 W 119/08, NZG 2009, str. 752. O tom predmetu vidjeti više u: Arnold, M.; Rothenburg, V., *BGH-Entscheidung zum Delisting: Alle Fragen geklärt?*, Deutsches Steuerrecht, vol. 4, 2014., str. 151.

je pred Ustavnim sudom, koji je u svojoj odluci<sup>41</sup> iz 2012. godine istaknuo da zaštita koja se pruža par. 14 Grundgesetzes ne zahtijeva da donošenje odluke bude u rukama dioničara društva ni obvezno plaćanje pravične naknade za otkup dionica onih dioničara koji su se protivili povlačenju s uvrštenja. Svoje stajalište sud je potkrijepio činjenicom da dioničari koji se protive povlačenju dionica s uređenog tržišta i dalje ostaju dioničari društva, kojima pripadaju sva upravljačka i imovinska prava koja proizlaze iz dionice, dakle ne gube pravo prodati tu dionicu. Međutim, Ustavni sud istaknuo je da ne bi bilo protivno odredbi par. 14 Grundgesetzes da sudovi zauzmu stajalište da je u slučaju povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta potrebno objaviti ponudu za otkup dionica društva.

Do važne promjene u uređenju povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta u njemačkom pravu došlo je donošenjem odluke u predmetu *Frosta*.<sup>42</sup>

U veljači 2011. godine društvo *Frosta* objavilo je da je uprava uz suglasnost nadzornog odbora donijela odluku o povlačenju s uređenog tržišta Berlinske burze na niži segment uređenog tržišta Frankfurtske burze. Dakle, u konkretnom slučaju bila je riječ o tzv. *downlistingu*, *downgradingu*. U svibnju 2011. godine dioničari su pokrenuli postupak sa zahtjevom određivanja pravične naknade, za koju su smatrali da im treba biti isplaćena. Sudovi u Bremenu (Landgericht i Oberlandesgericht) odbili su zahtjev te su dioničari pokrenuli postupak pred BGH-om.

Sud (BGH) preispitivao je u predmetu *Frosta* oba otvorena pitanja, dakle pitanje u čijoj je nadležnosti donošenje odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta i pitanje isplate pravične naknade dioničarima društva. U vezi s prvim pitanjem BGH je zauzeo stajalište da za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta nije potrebna odluka glavne skupštine. U pogledu pitanja isplate pravične naknade u postupku povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta Sud je istaknuo da ne postoji obveza otkupa dionica uz plaćanje pravične naknade. BGH je naglasio da povlačenjem dionica s uređenog tržišta dioničari ne gube prava koja proizlaze iz dionice, niti su im ta prava "oslabljena". Smatrao je da je zaštita koja se pruža odredbama Börsengesetz (BörsG) o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta dovoljna.

Dakle, sukladno odluci u predmetu *Frosta*, odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta u društvu donosi uprava društva, uz eventualnu suglasnost nadzornog odbora, ako je ona potrebna. Prema odredbi par. 39 BörsG,

<sup>41</sup> Bundesverfassungsgericht, odluka od 11. 7. 2012. – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, NJW 2012, 3081.

<sup>42</sup> Bundesgerichtshof of 8 October 2013, II ZB 26/12.

kojim je u njemačkom pravu uređeno pitanje povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta, jedini uvjet koji je bio propisan za donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja jest da ona ne smije biti protivna interesima ulagatelja. Zauzeto stajalište dovelo je do toga da su za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta relevantna pravila burze, kojima se detaljnije uređuje ovaj postupak i propisuju uvjeti za *delisting*.<sup>43</sup>

Odluka u predmetu *Frosta* dovela je do velikih posljedica. Naime, nakon donošenja odluke u predmetu *Frosta*, znatno je povećan broj postupaka povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta s obzirom na to da je postupak u velikoj mjeri postao jednostavniji, brži i jeftiniji. Dalje je uočeno da sama najava *delistinga* potiče dioničare na prodaju dionica, što posljedično dovodi do pada cijene dionica zbog povećane ponude i nepostojanja otkupa po pravičnoj cijeni.<sup>44</sup> To dalje dovodi do mogućih manipulacija s cijenom dionica. Većinskom dioničaru time je omogućeno stjecanje dionica po nižoj cijeni, čime mu je dalje omogućeno dosizanje praga za istiskivanje dioničara (*squeeze out*). Odluka o *delistingu* utječe i na položaj institucionalnih ulagatelja, koji su zbog svoje obveze ulaganja u uvrštene vrijednosne papire primorani na njihovu prodaju, kada dolazi do njihova povlačenja s uređenoga tržišta.<sup>45</sup> U njemačkom pravu najveći broj *delistinga* do 2013. godine uslijedio je nakon provođenja neke druge

---

<sup>43</sup> Pojedine njemačke burze kao uvjet za *delisting* propisuju obvezu objavljivanja ponude za stjecanje svih preostalih dionica društva ili pak protek određenog vremenskog razdoblja prije prestanka uvrštenja kako bi dioničari imali dovoljno vremena za eventualnu prodaju svojih dionica. Tako Frankfurtska burza propisuje da učinak *delistinga* stupa na snagu šest mjeseci nakon što uprava burze donese odluku, osim ako društvo ili njegov većinski dioničar objavi ponudu za otkup svih preostalih dionica plaćanjem naknade u novcu. Vidi par. 46 Pravila Frankfurtske burze vrijednosnih papira, dostupno na: <http://www.xetra.com/blob/1668712/85853795037487d417e-0407cef2f371c/data/2018-01-31-Exchange-Rules-for-the-Frankfurter-Wertpapierboerse.pdf> (10. ožujka 2018.). Burza u Düsseldorfu, s druge strane, slijedi stajališta iz odluke *Macrotron* te za *delisting* zahtijeva odluku glavne skupštine kao i obvezatan otkup dionica uz plaćanje pravične naknade. Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg kao i Niedersächsischen Börse zu Hannover za valjanost *delistinga* propisuju obvezatno objavljivanje ponude za otkup dionica društva. Pregledno vidjeti više u: Hasselbach, K.; Pröhl, M., *Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 6, 2015., str. 211.

<sup>44</sup> *Ibid.*, str. 210. Koch, J.; Harnos, R., *Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 19, 2015., str. 729.

<sup>45</sup> O negativnim učincima odluke u predmetu *Frosta* vidjeti u: Bayer, W., *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 30, 2015., str. 1171, 1177, gdje se ističe da je odluka u predmetu *Frosta* dovela do milijunskih gubitaka za ulagatelje.

korporativne odluke, primjerice odluke o isključenju manjinskih dioničara iz društva nakon koje više nisu postojali uvjeti za uvrštenje ili pak donošenje odluke o preoblikovanju društva (tzv. *cold delisting*).<sup>46</sup> Praksa je pokazala da je nakon donošenja odluke u predmetu *Frosta* počelo dolaziti do obrnutog procesa u provođenju korporativnih akcija, dakle da društva najprije provode *delisting* pa onda istiskivanje manjinskih dioničara iz društva (*squeeze out*).<sup>47</sup>

#### 4.2. Novi regulatorni okvir za uređenje povlačenja vrijednosnih papira s uređenog tržišta u Njemačkoj

Nakon odluke iz 2013. godine u predmetu *Frosta*, prema kojoj se za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta nije tražila odluka glavne skupštine ni isplata pravične naknade dioničarima društva, više od stotinu društava povuklo je svoje dionice s uređenog tržišta u Njemačkoj.<sup>48</sup>

Zbog negativnih učinaka kako za tržište kapitala tako i u pogledu zaštite položaja manjinskih dioničara u društvu njemački zakonodavac izmijenio je i dopunio 20. studenog 2015. godine odredbe par. 39 st. 2-6 BörsG-a, kojima se uređuje povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta.<sup>49</sup> Nove su odredbe stupile na snagu 26. studenoga 2015. godine.

Sukladno uređenju u njemačkom zakonodavstvu, uprava burze može na temelju zahtjeva izdavatelja donijeti odluku o povlačenju dionica s uvrštenja pod

---

<sup>46</sup> Zetzsche, *op. cit.* u bilj. 34, str. 5, iznosi podatak da je od 2003. do 2010. godine strategija tzv. *cold delistinga* korištena u 66,89 % slučajeva.

<sup>47</sup> U praksi se najprije u pravilu provodi korporativna akcija istiskivanja manjinskih dioničara iz društva (engl. *squeeze out*), a zatim se inicira postupak *delistinga*. Vidi Serve, S.; Martinez, I., *The Delisting Decision: The Case of Buyout Offers with Squeeze-Out (BOSO)*, *International Review of Law and Economics*, vol. 31, 2011., str. 228 – 239.

<sup>48</sup> Bayer, *op. cit.* u bilj. 45, str. 1178; Doumet, Limbach i Theissen, *op. cit.* u bilj. 3, str. 2, iznose podatak da je od 8. listopada 2013. do 31. svibnja 2015. godine 61 društvo povuklo svoje dionice s uvrštenja. Vidi i Neises, M.; Sickinger, M., *New Delisting Legislation*, [https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Newsletter/Englisch/Update\\_Capital\\_Market/18\\_Update\\_Capital\\_Market\\_Law\\_New\\_Delisting\\_Legislation.pdf](https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Newsletter/Englisch/Update_Capital_Market/18_Update_Capital_Market_Law_New_Delisting_Legislation.pdf) (17. siječnja 2018.); McDermott Will & Emery, *Taking advantage of the consequences of delisting or downlisting in Germany*, <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=57679f61-5d69-472a-94d1-45877bf286df> (18. siječnja 2018.).

<sup>49</sup> Namjera je zakonodavca bila da nove odredbe budu dio tzv. *Aktienrechtsnovelle 2014*. Međutim, usvojene su kroz postupak prijenosa izmjena i dopuna Direktive o transparentnosti u njemačko pravo – Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351). Vidi više u: Stöber, M., *Die Aktienrechtsnovelle 2016*, *Deutsches Steuerrecht*, vol. 10, 2016., str. 616.

uvjetom da se tom odlukom ne ugrožavaju interesi ulagatelja. Novom odredbom (par. 39 st. 2 reč. 3. t. 1. BörsG-a) propisuje se da je izdavatelj dužan, zajedno sa zahtjevom za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta, objaviti ponudu za stjecanje svih preostalih dionica društva. Takva ponuda mora biti bezuvjetna i u njoj se mora ponuditi pravična naknada u eurima.<sup>50</sup> Ne može biti objavljena samo ponuda u zamjenskim dionicama, dakle bez plaćanja pravične naknade. Ponudu, međutim, neće biti potrebno objaviti kada dionice i dalje ostaju uvrštene na uređeno tržište druge njemačke burze ili države članice EU-a ili EEA-a, pod uvjetom da se traže isti ili slični uvjeti za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta. Dakle, novim su odredbama obuhvaćeni i slučajevi *downlistinga*. Praksa u Njemačkoj pokazala je da izdavatelji koriste *downlisting* kao prvi korak k potpunom povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta. Dakle, najprije se provodi *downlisting*, odnosno prelazak u niži segment uređenog tržišta, a onda se pod povoljnijim uvjetima provede potpuno povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta.<sup>51</sup>

Njemački je zakonodavac novom odredbom par. 39 st. 3 BörsG-a izričito uredio visinu pravične naknade, i to na način da ona mora biti najmanje prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu u zadnjih šest mjeseci prije dana objave odluke o ponudi za stjecanje dionica društva sukladno par. 10 st. 1. reč. 1. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* – WpÜG<sup>52</sup>, ili u slučaju stjecanja kontrole sukladno odredbi par. 35 st. 1. reč. 1. WpÜG-a.<sup>53</sup>

Dakle, za određenje visine pravične naknade relevantna će biti burzovna cijena dionice. Međutim, u određenim slučajevima, izričito propisanim u Zakonu, važan čimbenik za određenje visine pravične naknade bit će vrijednost društva. Za izračun pravične naknade uzet će se vrijednost društva kada se u razdoblju od zadnjih šest mjeseci prije dana objave odluke o ponudi za stjecanje dionica ili stjecanja kontrole trgovalo dionicama društva manje od 1/3 trgovinskih dana

<sup>50</sup> Klepsch, O., *Delisting: Börsengesetz - Abfindungsangebot als Voraussetzung*, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa\\_bj\\_1601\\_delisting.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_delisting.html) (5. veljače 2018.), uspoređuje pravičnu naknadu kod povlačenja dionica s uvrštenja s naknadom koju je ponuditelj dužan platiti za stjecanje dionica u postupku preuzimanja.

<sup>51</sup> Bayer, *op. cit.* u bilj. 45, str. 1176.

<sup>52</sup> Odredba par. 10 st. 1. reč. 1. WpÜG-a glasi: "Der Bieter hat seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich gemäß Absatz 3 Satz 1 zu veröffentlichen."

<sup>53</sup> Odredba par. 35 st. 1. reč. 1. WpÜG-a glasi: "Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 und 2 zu veröffentlichen."

i kada su cijene dionica odstupale za više od 5 % od prethodno određene cijene. Postavljeni uvjeti moraju biti ispunjeni kumulativno. U tom će se slučaju pravična naknada izračunati na temelju vrijednosti društva. Dalje, izdavatelj je obavezan isplatiti razliku između pravične naknade određene u ponudi i pravične naknade izračunate na temelju vrijednosti društva ako tijekom šestomjesečnog perioda nije objavio podatke o društvu (*insider information*) bez odgađanja ili je objavio netočne podatke. To se međutim ne primjenjuje ako je nepostupanje u skladu s obvezama propisanim u par. 15 *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) proizvelo samo manje učinke na izračunatu prosječnu cijenu. Također, za izračun pravične naknade uzet će se u obzir vrijednost društva kada je izdavatelj povrijedio odredbu par. 20a WpHG-a tijekom propisanog perioda. Dakle, kada je riječ o manipulaciji na tržištu kapitala. Tada također mora platiti razliku u iznosu, ali samo ako je ta povreda utjecala na prosječnu cijenu dionice izračunatu na naprijed spomenuti način.

Ako dioničari smatraju da je iznos naknade prenisko određen, moći će podnijeti zahtjev za njezino preispitivanje u postupku koji mogu pokrenuti na temelju par. 31 WpÜG-a.<sup>54</sup>

Sukladno novoj odredbi par. 52 st. 9 BörsG-a odredbe o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta proizvode retroaktivni učinak. Naime, novousvojene odredbe primjenjuju se ako je zahtjev za povlačenjem podnesen nakon 7. rujna 2015. godine, a prije dana stupanja na snagu novih odredaba, ako o podnesenom zahtjevu odluka nije donesena najkasnije do dana stupanja na snagu novih odredaba, dakle do 26. studenoga 2015. godine. Prema novom režimu ponuda mora biti objavljena zajedno s podnošenjem zahtjeva za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta. Iznimno, ako izdavatelji nisu istodobno s podnošenjem zahtjeva objavili i ponudu za otkup dionica u periodu od 7. rujna 2015. godine, dužni su objaviti ponudu za kupnju dionica nakon popunjavanja zahtjeva za povlačenje vrijednosnih papira s uređenog tržišta.

Novim zakonodavnim uređenjem smanjio se "val" postupaka povlačenja dionica s uređenog tržišta koji je pokrenut donošenjem odluke u predmetu *Frosta*. Međutim, treba istaknuti da se sukladno novom uređenju ne traži odluka glavne skupštine za prestanak uvrštenja, dok je obveza otkupa uz isplatu pravične naknade izričito propisana. Takvo rješenje znatno poskupljuje troškove *delistinga*, a postojanje obveze otkupa dovodi do porasta cijene dionica.

U njemačkom su pravu zauzeta oprečna stajališta u pogledu izričitog stavljanja u nadležnost glavne skupštine donošenja odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta. S jedne strane ističe se potreba dopune par. 119 AktG-a kojim se uređuje nadležnost glavne skupštine, i to na način da se u njezinu

<sup>54</sup> Bayer, *op. cit.* u bilj. 45, str. 1177.

nadležnost izričito stavi donošenje odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu.<sup>55</sup> Međutim, treba istaknuti da bi se stajalište da je glavna skupština nadležna za donošenje odluke ovakvog sadržaja moglo izvesti iz obveze donošenja odluke glavne skupštine o izmjeni statuta, kada je u statutu određeno jesu li dionice uvrštene na uređeno tržište. Takve su odredbe u pravilu sadržane u statutu kada se društvo, još kod osnivanja, opredjeljuje za uvrštenje svojih vrijednosnih papira na uređeno tržište ili kod društava koja nisu uvrstila svoje dionice na organizirano tržište kapitala, u slučaju kada se o tome tek treba donijeti odluka. U potonjem slučaju dioničari odlučuju o pitanjima izmjene odredaba statuta potrebnima za uvrštenje dionica na uređeno tržište, ali ne i o samom uvrštenju. S druge strane, ističe se da, u pravilu, u društvima koja povlače svoje vrijednosne papire s uređenog tržišta postoji većinski dioničar koji svojom glasačkom snagom utječe na donošenje odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu. Stoga se ocjenjuje da se premještanjem nadležnosti na glavnu skupštinu za donošenje odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta ne bi išlo u korist manjinskih dioničara.<sup>56</sup>

Ujedno, usvajanjem odredbe o obvezi otkupa svih preostalih dionica društva otvara se nekoliko bitnih pitanja. Postavlja se pitanje osiguranja naknade za otkup svih preostalih dionica, odnosno javlja se nesigurnost s obzirom na to da društvo ne zna koliko će dioničara doista prodati svoje dionice u ovom postupku. U doktrini se iznose argumenti protiv obveze otkupa dionica društva s naglaskom na to da dioničari ne moraju nužno trpjeti štetu zbog *delistinga*. Ističe se da je njima adekvatna zaštita pružena i u društvima koja nisu uvrstila svoje dionice na uređeno tržište.<sup>57</sup> S druge strane, ovim se odredbama pruža zaštita manjinskim dioničarima društva.

## 5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Istraživanje je pokazalo da je povlačenje vrijednosnih papira s uređenoga tržišta česta korporativna akcija. U ispitivanom periodu od 1. srpnja 2013. godine do 31. prosinca 2017. godine na Zagrebačkoj burzi proveden je ukupno 51 postupak *delistinga*. Najveći broj postupaka povlačenja dionica s uvrštenja uslijedio je nakon otvaranja stečajnog postupka (u šesnaest slučajeva). Ujedno je uočeno da se korporativna akcija *delistinga* najčešće provodi nakon dovršetka postupka preuzimanja, pri čemu nerijetko prethodi i postupak istiskivanja manjinskih

---

<sup>55</sup> Zetzsche, *op. cit.* u bilj. 34, str. 16.

<sup>56</sup> Doumet, Limbach i Theissen, *op. cit.* u bilj. 3, str. 4.

<sup>57</sup> Zetzsche, *op. cit.* u bilj. 34, str. 16.



dioničara iz društva. Ovisno o ishodu postupka preuzimanja odnosno postotku stečenih dionica nakon dovršetka postupka preuzimanja, uočavaju se dva scenarija. Prvi, ako ponuditelj stekne dovoljan postotak dionica za provođenje istiskivanja manjinskih dioničara iz društva, on najprije provodi istiskivanje pa zatim *delisting* (u sedam slučajeva). Drugi je scenarij: ako u ponudi ne bude pohranjen dovoljan broj dionica, odnosno ako nakon ponude ponuditelj ne drži postotak dionica koji mu omogućava provođenje istiskivanja manjinskih dioničara, on se odlučuje za *delisting* pa zatim provodi istiskivanje manjinskih dioničara iz društva. Dakle, ponuditelj najprije provodi *delisting* za čije se provođenje odluka donosi većinom od tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke pa zatim provodeći druge korporativne akcije<sup>58</sup> nastoji doseći prag potreban za istiskivanje manjinskih dioničara (95 % temeljnog kapitala društva), te istiskivanje provodi nakon dosezanja toga praga. Na Zagrebačkoj burzi uočeni su i oblici tzv. *cold delistinga*, kada je do povlačenja vrijednosnih papira došlo zbog provođenja statusne promjene s obzirom na to da društvo više ne ispunjava uvjete za uvrštenje, primjerice kada se pripoji, pa time prestaje postojati, što se dogodilo u trima slučajevima, ili kod preoblikovanja, najčešće u društvo s ograničenom odgovornošću, što se dogodilo u dvama slučajevima.

Analizom regulatornog okvira za uređenje *delistinga* u hrvatskom pravu uočeni su određeni nedostaci, kao i potreba ponovnog preispitivanja usvojenih rješenja.

U vezi s nadležnošću za donošenje odluke o *delistingu* Njemačka je krenula novim putem u uređenju te korporativne akcije, koji se u velikoj mjeri razlikuje od hrvatskih rješenja. Dok hrvatsko pravo čvrsto stoji na stajalištu da je riječ o odluci čije je donošenje u nadležnosti glavne skupštine, njemački je zakonodavac to pitanje stavio u nadležnost uprave i eventualno nadzornog odbora ako bi se zahtijevala i njegova suglasnost. Autorice smatraju da donošenje odluke o *delistingu* treba biti u rukama glavne skupštine.<sup>59</sup> To se može potkrijepiti stajalištem da je glavna skupština organ na kojem dioničari ostvarivanjem svoga prava glasa sudjeluju u formiranju volje društva. Tako je u nadležnost glavne skupštine stavljeno i donošenje odluke o uvrštenju dionica na uređeno tržište. Iako se povlačenjem dionica s uređenog tržišta ne zadire izravno u upravljačka i imovinska prava dioničara, svakako se smanjuje likvidnost dionice kao financijskog instrumenta, pa to itekako može utjecati na odluku dioničara o držanju dionica društva, osobito na onog dioničara koji ulaže kratkoročno.

<sup>58</sup> Primjerice povećanje temeljnog kapitala uz isključenje prava prvenstva pri upisu novih dionica, sukladno odredbi čl. 308. ZTD-a.

<sup>59</sup> Takvo je stajalište zauzeto u engleskom pravu (Sec. 5.2.5 (2) UK Listing Rules), kanadskom pravu (Sec. 720 (b) Toronto Stock Exchange Rules) i australskom pravu (sec. 17.11 Australian Stock Exchange (ASX) Listing Rules).

Daljnje pitanje koje je potrebno preispitati pitanje je prava na otkup dionica, tj. treba li to pravo dati svim dioničarima društva ili pak samo određenim dioničarima. Dok hrvatski zakonodavac to pravo daje samo onim dioničarima koji su se usprotivili odluci o *delistingu*, u njemačkom pravu ono pripada svim dioničarima društva. Na takav je način njemački zakonodavac pružio zaštitu većem broju dioničara, odnosno svim dioničarima društva, ne uvjetujući ostvarivanje toga prava poduzimanjem određenih radnji. To se može opravdati i takvim rješenjem što odluku donosi uprava, pa se postavlja pitanje kome bi onda dioničari trebali izjaviti protivljenje ili pak poduzimanje nekih drugih radnji. Svakako je u interesu dioničara da to pravo pripada svim dioničarima i da se ne uvjetuje primjerice izjavljivanjem protivljenja na glavnoj skupštini. Davanje toga prava svim dioničarima može se potkrijepiti i okolnošću težeg pronalaženja kupca za dionice društva, čije će dionice biti povučene s uređenog tržišta. Međutim, ako se zauzme stajalište da to pravo treba dati svim dioničarima društva i na takav način im omogućiti prodaju njihovih dionica, postavlja se pitanje sličnosti s ponudom za preuzimanje. Ako se zauzme stajalište da donošenje odluke o *delistingu* treba biti u nadležnosti glavne skupštine, autorice zauzimaju stajalište da se u tom slučaju treba zahtijevati određeni aktivizam dioničara u donošenju odluka društva, na što svakako utječe i uvjetovanje ostvarivanja prava na pravičnu naknadu izjavljivanjem protivljenja na glavnoj skupštini odluci o *delistingu*. Na takav će način društvo unaprijed moći znati koliko će dioničara eventualno zatražiti isplatu pravične naknade. Tom stajalištu idu u prilog i odredbe o uređenju drugih korporativnih akcija, primjerice preoblikovanja d. d.-a u d. o. o., gdje je također pravo na isplatu primjerene naknade uvjetovano izjavljivanjem protivljenja odluci o preoblikovanju. Za razliku od preoblikovanja kod *delistinga* je krug osoba koje imaju pravo na pravičnu naknadu proširen te obuhvaća i one dioničare koji nisu sudjelovali u radu glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno.

Kao nedostatak ZTK-a može se istaknuti činjenica da ZTK ne definira jasno rok u kojem je dioničar dužan zahtijevati od društva otkup svojih dionica, odnosno formulacija iz čl. 341. st. 6. ZTK-a nedovoljno je jasna s obzirom na to da se jasno ne definira o kakvom je roku riječ. Zakon ne definira ni pravo dioničara na odricanje od toga prava. Dakle, odredbu čl. 341. st. 5. ZTK-a potrebno je dopuniti na način da glasi: "(5) Svaki dioničar društva koji je glasovao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, može zahtijevati od društva da društvo preuzme njegove dionice, uz pravičnu naknadu u novcu, ako taj dioničar to zatraži u roku od dva mjeseca od upisa odluke u sudski registar. Ako je protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu podignuta tužba kojom se ta odluka pobija, taj rok počinje teći od dana kada je tužba bila pravomoćno odbačena ili je tužbeni zahtjev bio pravomoćno odbijen. Dioničar

se može odreći toga prava izričitom pisanom izjavom. To pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosne glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno.”

ZTK propisuje nemogućnost pobijanja odluke o *delistingu* ako dioničar smatra da ta naknada nije pravična. Daljnja praznina u regulatornom uređenju je u nepropisivanju mogućnosti preispitivanja pravične naknade, ako dioničar smatra da naknada nije pravična ili da je pogrešno izračunata. To je bilo i jedno od otvorenih pitanja u njemačkom pravu. Tako je dioničarima sukladno stajalištu u odluci *Macrotron* bilo dopušteno pokrenuti poseban postupak preispitivanja pravične naknade u postupku *delistinga* (njem. *Spruchverfahren*). Međutim, njemački je regulator zauzeo suprotno stajalište u odluci *Frosta*. Izričito je zauzeto stajalište da se pravična naknada ne može preispitivati u tom posebnom postupku. Svakako ovdje treba uzeti u obzir specifična rješenja njemačkog prava s obzirom na to da društvo objavljuje ponudu za stjecanje svih preostalih dionica koju treba odobriti regulatorno tijelo (BaFin). Burza samo provjerava je li objavljena ponuda i ne ulazi u preispitivanje njezina sadržaja. Dioničarima ostaje i drugi put zaštite, odnosno mogućnost pokretanja parničnog postupka (njem. *zivilrechtliche Ansprüche*), pri čemu treba razlikovati je li dioničar prihvatio ili nije prihvatio ponudu za vrijeme dok je bila otvorena. Oni koji su prihvatili ponudu i prodali svoje dionice mogu zahtijevati razliku u cijeni ako se utvrdi da je ona bila prenisko određena<sup>60</sup>, dok za dioničare koji to nisu učinili još nije zauzeto izričito stajalište. Autorice smatraju da dioničarima treba dati mogućnost pokretanja postupka preispitivanja pravične naknade u određenom roku. Prijedlog je da to sud čini u izvanparničnom postupku, dakle odvojeno od suđenja povodom tužbi kojima se pobija odluka glavne skupštine o povlačenju s uvrštenja. Stajalište dodatno potkrepljuje postojeća odredba ZTK-a koja isključuje mogućnost pobijanja odluke zbog neprimjerene novčane naknade, a čiji je cilj spriječiti zaustavljanje provedbe korporativne akcije povlačenja, samo zbog toga što nisu dobro riješena imovinskoppravna pitanja.<sup>61</sup> Što se tiče snošenja troškova, autorice zauzimaju stajalište da ako sud odredi pravičnu naknadu, društvo treba dioničarima koji su sudjelovali u postupku nadoknaditi troškove potrebne za vođenje postupka.<sup>62</sup> Iako će se s jedne strane time povećati troškovi

<sup>60</sup> Presuda u predmetu Postbank, BGH NZG 2014, 985.

<sup>61</sup> Isto stajalište zauzima Miladin u *op. cit.* u bilj. 38, str. 592, gdje govori o odluci glavne skupštine o povećanju temeljnoga kapitala.

<sup>62</sup> *Ibid.*, str. 591 – 592, navodi da “Odredi li se snošenje troškova u tim slučajevima po pravilima parničnog postupka, to je velika prepreka dioničarima da se upuste u zaštitu svojih prava, osobito ako je riječ o tzv. sitnim dioničarima, jer se nerijetko izlažu i većim troškovima od eventualne koristi koju bi mogli ishoditi u postupku.”

provođenja te korporativne akcije, s druge se strane time pruža veća zaštita dioničarima društva koji izlaze iz korporativne strukture društva koje je povuklo svoje dionice s uređenoga tržišta. Autorice ujedno smatraju da pravo pokretanja tog postupka treba dati samo onim dioničarima koji imaju pravo na pravičnu naknadu s obzirom na to da oni imaju pravni interes.

Nejasna odredba čl. 341. st. 6. ZTD-a, u kojoj je propisan zastarni rok od dva mjeseca za postavljanje zahtjeva dioničara, ali se ne govori o kojem je zahtjevu riječ, može se dalje ukloniti dopunom st. 6. i dodavanjem novog st. 7. na način da glase: "(6) Odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nije moguće pobijati zbog toga što novčana naknada za dionice nije pravična. Ako iznos novčane naknade nije pravičan, odredit će ga na zahtjev dioničara iz st. 5. ovoga članka sud u izvanparničnom postupku. Isto vrijedi i ako društvo ne ponudi iznos pravične naknade ili to ne učini onako kako bi to trebalo učiniti, a tužba kojom se pobija donesena odluka nije podignuta ili se to ne učini u za to propisanom roku te ako ona bude povučena ili pravomoćno odbijena. Kod određivanja pravične naknade treba uzeti u obzir odredbu članka 211. ZTD-a. (7) Zahtjev iz st. 6. ovoga članka dioničara zastarijeva u roku od dva mjeseca od dana upisa odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar. Više postupaka koji se vode sud će spojiti. Odredi li sud pravičnu naknadu, naložit će društvu da dioničarima koji su sudjelovali u postupku nadoknadi troškove potrebne za vođenje postupka."

Daljnji regulatorni nedostatak vidi se i u uređenju trenutka nastanka obveze otkupa. Naime, društvo je dužno već u objavi prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja, dakle u dnevnom redu glavne skupštine, dati neopozivu izjavu kojom se obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar. Stavljajući tu odredbu u odnos s odredbom o stupanju na snagu odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uređenog tržišta, dolazimo do zaključka da do obveze otkupa dolazi prije nego što je odluka stupila na snagu, u onim slučajevima kada je odluka donesena većinom koja je manja od devet desetina danih glasova. Naime, u tim slučajevima odluka stupa na snagu šest mjeseci od njezina upisa u sudski registar. Smatramo da je potrebno izmijeniti tu odredbu na način da do obveze otkupa dolazi nakon što je odluka stupila na snagu. To se može učiniti izmjenom odredbe čl. 341. st. 3. ZTK-a tako da glasi "Objava prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, kao predmeta dnevnog reda glavne skupštine, valjana je samo kada uključuje i neopozivu izjavu društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu najkasnije u roku od tri mjeseca od dana stupanja na snagu odluke o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu."

Nedostaci zakonske odredbe ZTK-a kojom se uređuje povlačenje vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nisu uklonjeni ni u posljednjoj zakonskoj noveli koja je stupila na snagu 27. srpnja 2018. godine, a o čemu bi svakako trebalo razmisliti kod donošenja neke od budućih novela ZTK-a.

## LITERATURA

- Arnold, M.; Rothenburg, V., *BGH-Entscheidung zum Delisting: Alle Fragen geklärt?*, Deutsches Steuerrecht, vol. 4, 2014., str. 150 – 156
- Bajakić, I., *Prekodifikacija: slučaj europske regulative tržišta kapitala*, u: Bogišić, V. (ur.), *Zbornik radova Europa i enciklopedija: kultura i kodifikacija*, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu i Leksikografski zavod Miroslav Krleža, Zagreb, 2015., str. 125 – 135
- Bajakić, I., *Problemi regulacije tržišta vrijednosnih papira u tranzicijskim zemljama*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2009.
- Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2013.
- Barbić, J., *Statusne promjene dioničkih društava – pripajanje i spajanje*, Pravo i porezi, br. 9, 2004., str. 3 – 13
- Barbić, J., *Statusne promjene dioničkog društva*, Pravo i porezi, br. 8, 2004., str. 3 – 4.
- Bayer, W., *Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 30, 2015., str. 1169 – 1178
- Croci, E.; Del Giudice, A., *Delistings, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1548515> (2. prosinca 2017.)
- Čulinović-Herc, E.; Mikinac, O., *Otvorena pitanja uvrštenih dioničkih društava: razlozi za i protiv povlačenja vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu*, u: Čulinović-Herc, E.; Jurić, D.; Žunić Kovačević, N. (ur.), *Zbornik radova sa konferencije "Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije"*, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2011., str. 69 – 99
- Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *(Ne)objavljivanje podataka o promjenama u korporativnoj strukturi uvrštenog dioničkog društva i utjecaj na prelazak kontrolnog praga – novi pojavni oblici držanja dionica ispod radara regulatora*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 34, br. 1, 2013., str. 37 – 81
- Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Is there a need for a revision of the control threshold in Croatian takeover law?*, SGEM 2016 Conference Proceedings on Political Sciences, Law, Finance, Economics & Tourism, vol. II, book 2, 2016., str. 669 – 676

- Čulinović-Herc, E.; Zubović, A., *Upravnosudski nadzor nad nezavisnim regulatornim agencijama: aktualnosti u postupcima*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, vol. 50, br. 2, str. 371 – 392
- Doumet, M.; Limbach, P.; Theissen, E., *Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil (Wealth Effects of Delistings by German Firms after the Frosta Decision)*, <http://ssrn.com/abstract=2660074> (10. siječnja 2018.)
- Fungáčová, Z., *Can the Market Fix a Wrong Administrative Decision? Massive Delisting on the Prague Stock Exchange*, CERGE-EI Working Paper, br. 335, <http://ssrn.com/abstract=1114068> (8. prosinca 2017.)
- Giovannini, R.; Caselli, S.; Capizzi, V.; Pesic, V., *Voluntary Delisting? A Valid Option for Firms Restructuring*, str. 4, <http://ssrn.com/abstract=1928851> (15. prosinca 2017.)
- Gorenc, V., *Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007.*, Pravo i porezi, br. 3, 2008., str. 3 – 10
- Hasselbach, K.; Pröhl, M., *Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 6, 2015., str. 209 – 215
- Ivkošić, M., *Obrana dioničkog društva od neprijateljskog preuzimanja*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2013.
- Klepsch, O., *Delisting: Börsengesetz - Abfindungsangebot als Voraussetzung*, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa\\_bj\\_1601\\_delisting.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_delisting.html) (5. veljače 2018.)
- Kocbek, M.; Plavšak, N.; Pšeničnik, D., *Zakon o prevzemih (ZPre-1)*, GV Založba, Ljubljana, 2006.
- Koch, J.; Harnos, R., *Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 19, 2015., str. 729 – 737
- Martinez, I.; Serve, S.; Djama, C., *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, str. 2, <http://ssrn.com/abstract=2591449> (10. prosinca 2017.)
- Maume, P., *The Parting of the Ways – Delisting Under German and UK Law*, European Business Organization Law Review, vol. 16, br. 2, 2015., <http://ssrn.com/abstract=2671730> (15. veljače 2018.)
- Maurović, Lj., *Smjernica 2006/68/EC o održavanju kapitala i stjecanju vlastitih dionica društva*, Hrvatska pravna revija, br. 6, 2007., str. 1 – 7
- McDermott Will & Emery, *Taking advantage of the consequences of delisting or downlisting in Germany*, <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=57679f61-5d69-472a-94d1-45877bf286df> (18. siječnja 2018.)

- Miladin, P., *Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica*, Hrvatska pravna revija, br. 3, 2002., str. 160 – 162
- Miladin, P., *Poredbenopravna analiza izvanparničnog postupka u Zakonu o trgovačkim društvima i prijedlozi de lege ferenda*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 62, br. 1 – 2, str. 589 – 634
- Neises, M.; Sickinger, M., *New Delisting Legislation*, [https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Newsletter/Englisch/Update\\_Capital\\_Market/18\\_Update\\_Capital\\_Market\\_Law\\_New\\_Delisting\\_Legislation.pdf](https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Newsletter/Englisch/Update_Capital_Market/18_Update_Capital_Market_Law_New_Delisting_Legislation.pdf) (17. siječnja 2018.)
- Onesti, T.; Romano, M.; Favino, C.; Pieri, V., *Going Private and Going Dark Strategies: Literature Review and Directions for Future Research*, str. 11, <http://ssrn.com/abstract=2366485> (20. prosinca 2017.)
- Parać, Z., *Dileme oko preuzimanja javnih dioničkih društava*, Pravo u gospodarstvu, vol. 42, br. 4, 2003., str. 36 – 56
- Parać, Z., *Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice*, Pravo u gospodarstvu, vol. 38, sv. 4, 1999., str. 587 – 621
- Parać, Z., *Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara*, u: *Zbornik 47. susreta pravnika*, Opatija, 2009., str. 109 – 128
- Pattitoni, P.; Petracci, B.; Spisni, M., *'Hit and Run' and 'Revolving Doors': Evidence from the Italian Stock Market*, Journal of Management and Governance, vol. 19, br. 2, str. 285 – 301, <http://ssrn.com/abstract=2033656> (11. prosinca 2017.)
- Petrović, S., *Neka pitanja prometa dionica kod preuzimanja dioničkog društva*, Hrvatska pravna revija, br. 8, 2002., str. 18 – 26
- Petrović, S., *Pripajanje dioničkih društava i druge koncentracije u pravu društava*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 1998.
- Petrović, S., *Pripajanje i spajanje kao statusne promjene*, Pravo u gospodarstvu, br. 1, 2000., str. 27 – 75
- Serve, S.; Martinez, I., *The Delisting Decision: The Case of Buyout Offers with Squeeze-Out (BOSO)*, International Review of Law and Economics, vol. 31, 2011., str. 228 – 239
- Stöber, M., *Die Aktienrechtsnovelle 2016*, Deutsches Steuerrecht, vol. 10, 2016., str. 611 – 617
- Thomsen, S.; Vinten, F., *Delistings in Europe and the Costs of Governance*, <http://ssrn.com/abstract=986603> (7. prosinca 2017.)
- Van Gerven, D., *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, vol. I, Cambridge University Press, Cambridge, 2008.
- Zetzsche, D., *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series

(CBC-RPS) – Heinrich-Heine-University Düsseldorf; IFS – Propter Homines Chair Working Paper Series – University of Liechtenstein, str. 8, <http://ssrn.com/abstract=2387712> (10. prosinca 2017.)

Zubović, A., *Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom*, doktorska disertacija, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2012.

## IZVORI

Börsengesetz vom 16. Juli 2007, BGBl. I S. 1330, 1351

Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law, OJ L 169, 30. lipnja 2017., str. 46 – 127

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30. travnja 2004., str. 12 – 23

Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća, OJ L 173, 12. lipnja 2014., str. 190 – 348

Pravila Središnjeg klirinškog depozitarnog društva. Dostupno na <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:5142870201066::NO> (3. kolovoza 2018.)

Pravila Zagrebačke burze. Dostupno na <http://www.zse.hr/userdocsimages/legal/Pravila-2017-12-27/2017-12-27%20-%20ZSE%20-%20Pravila%20Burze%202017%20MIFID%20II.pdf> (15. ožujka 2018.)

Spruchverfahrensgesetz vom 12. Juni 2003, BGBl. I S. 838

Stečajni zakon, Narodne novine, 71/2015, 104/2017

Uputa Središnjeg klirinškog depozitarnog društva. Dostupno na <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:42:5142870201066::NO> (3. kolovoza 2018.)

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001, BGBl. I S. 3822

Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/2007, 36/2009, 108/2012, 90/2013, 99/2013, 148/2013

Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 125/2011, 152/2011, 111/2012, 68/2013, 110/2015

Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 88/2008, 146/2008, 74/2009, 54/2013, 159/2013, 18/2015, 110/2015, 123/2016, 131/2017

Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/2018



## Summary

Antonija Zubović \*

Ines Zubović Jardas \*\*

**COMPANY DELISTINGS FROM THE ZAGREB STOCK EXCHANGE  
AND THE NEED TO CHANGE DELISTING RULES**

*The article analyses the regulatory framework for delisting in Croatian law, pointing out the open issues in its application. The authors conducted research into the delisting procedures on the Zagreb Stock Exchange in the period from 1 July 2013 to 31 December 2017. The article presents the results of the research, classified according to the corporate action that preceded the decision to withdraw shares from the regulated market. The authors conclude that delisting usually comes after the takeover process, whereby a squeeze-out of minority shareholders may occur. Other corporate actions that preceded the decision on delisting were the implementation of bankruptcy proceedings, mergers and acquisitions of companies, or transformation into a limited liability company. Furthermore, the article points to a new trend in the regulation of delisting in German law, which contains significant differences compared to the Croatian solutions.*

*Key words: delisting, Zagreb Stock Exchange, takeover of joint stock companies, squeeze out, Frosta*

---

\* Antonija Zubović, Ph. D., Assistant Professor, Faculty of Law, University of Rijeka, Hahlić 6, Rijeka; azubovic@pravri.hr;  
ORCID ID: orcid.org/0000-0001-8238-3495

\*\* Ines Zubović Jardas, LL. M., univ. spec. iur., Erste&Steiermärkische Bank, Jadranski trg 3A, Rijeka; ines.zubovic89@gmail.com;  
ORCID ID: orcid.org/0000-0001-5048-9578

