

# Zloupotaba vlastitih dionica u dioničkom društvu

---

Vidić, Karla

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Law / Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:199:723266>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-18**



Repository / Repozitorij:

[Repository Faculty of Law University of Zagreb](#)



PRAVNI FAKULTET

Pravni studij

Katedra za trgovačko pravo i pravo društava

**ZLOUPORABA VLASTITIH DIONICA U POSLOVANJU DIONIČKOG  
DRUŠTVA**

**Diplomski rad**

Karla Vidić

Mentor: Siniša Petrović

Zagreb, prosinac 2022

## **Izjava o izvornosti**

Ja, Karla Vidić pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključiva autorica diplomskog rada te da u radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova te da se prilikom izrade rada nisam koristila drugim izvorima do onih navedenih u radu.

Karla Vidić (v.r.)

---

## SADRŽAJ

---

<a href="#">1 UVOD</a> .....	1
<a href="#">2 DIONICE</a> .....	2
<a href="#">2.1 Općenito</a> .....	2
<a href="#">2.2 Vrste i prijenos dionica</a> .....	3
<a href="#">2.3 Rodovi dionica i prava koja proizlaze iz njih</a> .....	5
<a href="#">3 VLASTITE DIONICE</a> .....	8
<a href="#">3.1 Općenito</a> .....	8
<a href="#">3.2 Načini stjecanja vlastitih dionica</a> .....	9
<a href="#">3.2.1 Originarno stjecanje vlastitih dionica</a> .....	9
<a href="#">3.2.2 Derivativno stjecanje vlastitih dionica</a> .....	10
<a href="#">3.3 Rizici stjecanja vlastitih dionica</a> .....	16
<a href="#">4 ZLOUPORABA VLASTITIH DIONICA</a> .....	17
<a href="#">4.1 Općenito o zlouporabi vlastitih dionica</a> .....	17
<a href="#">4.2 Načini zlouporabe dionica</a> .....	18
<a href="#">4.2.1 Manipuliranje tržištem</a> .....	18
<a href="#">4.2.2 Raspolaganje povlaštenim informacijama</a> .....	21
<a href="#">4.2.3 Objavljivanje povlaštenih informacija</a> .....	24
<a href="#">4.2.4 Pravilnik o programu otkupa vlastitih dionica</a> .....	26
<a href="#">4.3 Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja i raspolaganja vlastitim dionicama</a> .....	28
<a href="#">5 ZAKLJUČAK</a> .....	31
<a href="#">6 LITERATURA:</a> .....	32

# 1 UVOD

---

Dionica jest višeznačan pojam u našem pravnom sustavu, a također predstavlja i snažno sredstvo na tržištu kapitala u prometu vrijednosnim papirima. Različiti načini prijenosa dionica i razna prava koja proizlaze iz njih, čine dionice područjem vrijednog proučavanja. Dionice može steći i fizička i pravna osoba pa i samo društvo, a glavni propis koji regulira sva pitanja u vezi s dionicama jest Zakon o trgovačkim društvima. Mogućnost da dioničko društvo postane imateljem svojih dionica prepoznata je u hrvatskoj poslovnoj praksi kao institut kojim se mogu ostvariti najrazličitiji ciljevi.<sup>1</sup> Tako se u praksi susrećemo s brojnim zlouporabama i pokušajima zlouporaba dionica.

U ovom radu, a u cilju boljeg razumijevanja same materije zlouporabe, prvo će se razložiti sam pojam dionice, zatim vrste dionica te na koje se načine pojedina vrsta dionica može prenijeti kao i rodovi dionica te kakva prava proizlaze iz pojedinih rodova.

Nadalje, obradit će se vlastite dionice, pod kojim uvjetima je zakonom dopušteno društvu steći svoje dionice te koji su rizici stjecanja takvih dionica.

Nakon toga u radu se obrađuju vrste zlouporabe tržišta kapitala, na koje načine se prometovanjem dionicama, a pogotovo vlastitim dionicama može utjecati na financijske tijekomove na tržištu.

Naposlijetku, daju se na uvid pravne posljedice koje mogu nastupiti u slučaju postupanja protivno navedenim zakonskim odredbama.

---

<sup>1</sup> Markovinović H.: Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 75.

## 2 DIONICE

---

### 2.1 OPĆENITO

Osnovna podjela trgovačkih društava jest ona na društva osoba i društva kapitala. Jedno od najbitnijih razlikovanja među njima jest svakako da se društva osoba temelje na osobama koje ih čine, dok se društva kapitala temelje na temeljnom kapitalu. U dioničkom društvu temeljni kapital jest podijeljen na dionice pa je pojam dionice i ključna odrednica kada se govori o takvim društvima kapitala. Naime, dionica ima trojako značenje, a to je da je ona dio temeljnog kapitala društva, skup članskih prava i obveza koji pripadaju imatelju dionice te vrijednosni papir<sup>2</sup>. Svako istaknuto značenje dionice jest polazište za razumijevanje uloge dionice na tržištu vrijednosnih papira.

Tako značenje dionice kao dijela temeljnog kapitala društva podrazumijeva da svaka dionica označava razmjerni dio temeljnog kapitala. Analogno tomu, dionice izdaje trgovačko društvo, a ono ih može izdati u dva oblika: u obliku dionica bez nominalnog iznosa i one s nominalnim iznosom. Za dionice izdane s nominalnim iznosom karakteristično je da zbroj njihovih nominalnih iznosa mora odgovarati temeljnom kapitalu dioničkog društva. S druge strane, za dionice izdane bez nominalnog iznosa ne vrijedi gore navedeno pravilo, već zbroj iznosa temeljnog kapitala koji se odnosi na sve izdane dionice bez nominalnog iznosa mora odgovarati iznosu temeljnog kapitala. Hoće li društvo izdati dionice s nominalnim iznosom ili one bez njega, ostavljeno je na dispoziciju društva, odnosno određeno je statutom svakog društva. Također, Zakonom o trgovačkim društvima<sup>3</sup> (dalje u tekstu: ZTD) je propisan minimalni nominalni iznos dionice dioničkog društva. Minimalni iznos dionice je po važećem pravu 1,00 euro, a ako je viši od minimalnog iznosa mora glasiti na iznos koji je cijeli broj.

Kada se dionicom označava skup članskih prava i obveza u dioničkom društvu, misli se na ona prava i obveze koje je imatelj dionice dobio u zamjenu za uloženu imovinu u društvo. Riječ je o skupu prava i obveza koje pripadaju imatelju dionice, a koje stječe time što preuzima uplatu određene kvote temeljnoga kapitala društva ili stjecanjem dionice od nekoga tko je prije preuzeo tu obvezu.<sup>4</sup> Ovdje valja istaknuti vrlo važno načelo kada se govori o članskim pravima,

---

<sup>2</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 83

<sup>3</sup> NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146-/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22

<sup>4</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 71.

a to je načelo jednakog položaja dioničara. Navedeno načelo podrazumijeva da dioničari u jednakim uvjetima moraju imati jednaka prava ( i obveze) koja proizlaze iz dionica<sup>5</sup>. Dakle, visina uloga određuje opseg prava imatelja dionice, odnosno imatelji dionica ne mogu stjecati različita prava za istovjetne uloge u društvo.

Treće značenje dionice predstavlja vrijednosni papir, odnosno isprava o pravu čije je ostvarenje uvjetovano držanjem isprave. Dionica kao vrijednosni papir može biti izdana u obliku isprave o dionici ili elektroničkog zapisa. Valja kazati da izdavanje isprava o dionici nije nužno za stjecanje i prijenos članstva u dioničkom društvu.<sup>6</sup>

## 2.2 VRSTE I PRIJENOS DIONICA

U pravnom sustavu RH dionice se kategoriziraju po vrstama i rodovima, odnosno po načinu na koji se prenose te po pravima koja iz njih proizlaze. Ovisno o načinu prijenosa dionice mogu biti izdane kao dionice na ime ili dionice na imatelja(vrste), a one koje pak razlikujemo po različitim pravima koje iz njih proizlaze dijelimo na redovne i povlaštene dionice(rod).

Prema važećem ZTD-u danas više nije dopušteno izdavanje dionica na donositelja, već samo na ime. Tomu je tako da bi se onemogućilo korištenje dionica na donositelja kao sredstva za pranje novca. Naime, dionicama koje se izdaju na donositelja je lakše manipulirati u smislu nedostatka uvida u dioničarsku strukturu društava, one se ne moraju upisivati u registar dionica za razliku od dionica na ime te je upravo zbog toga promet njima brži, što daje veći prostor za manipulaciju njima na tržištu za razliku od dionica na ime.

Izdavanje dionica na ime, odnosno na donositelja, određuje hoće li se ona prenositi indosamentom, cesijom ili tradicijom. Dionice na ime za koje je izdana isprava o dionicama (materijalizirane dionice) prenosit će se cesijom ili indosamentom. U slučaju da nije izdana isprava o dionici (nematerijalizirane dionice), odnosno dionice zabilježene elektroničkim zapisom u računalnom sustavu Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (dalje u tekstu: SKDD) se prenose prijenosom dionica s računa prenositelja na račun stjecatelja dionica. One dionice koje nemaju nijedno ni drugo svojstvo, odnosno nije izdana niti isprava niti su zabilježene u SKDD, prenose se cesijom.

---

<sup>5</sup> Čl.211. ZTD-a

<sup>6</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 86.

Što se tiče prijenosa dionica na donositelja, zakonom propisan oblik njihova prijenosa jest tradicija, dakle predaja isprave o dionicama.

Navedeni instituti prijenosa nude različite opsege zaštite stjecatelja, kao i mogućnosti prijenosa na određeni krug stjecatelja. Tako se indosamentom stjecatelja stavlja u više zaštićen položaj nego cesijom, a cesijom se proširuju mogućnosti prijenosa dionica na veći krug stjecatelja.

Cesijom se prenose dionice na ime za koje nije izdana isprava o dionici, one se ne mogu prenositi indosamentom jer nema isprave koja bi se tako prenosila. S obzirom na to da se cesijom zapravo prenose članska prava i obveze koji su neodvojivi od dionice, pojednostavljeno rečeno se prenosi dionica. Da bi prijenos cesijom bio valjan, potrebno je sklopiti ugovor o cesiji koji je uređen odredbama Zakona o obveznim odnosima. Određivanje posebnih oblika prijenosa dionica nije ostavljeno na dispoziciju društva da to pitanje uredi statutom, već su za to relevantne samo zakonske odredbe.

Bitno je napomenuti da se, uz par iznimaka, prijenosom dionica ujedno prenose i članska prava koja ta dionica nosi. Upravo zbog prijenosa članskih prava društvo se u nekim slučajevima želi zaštititi postavljajući ograničenja za prijenos dionica. Tako će u slučaju dionica koje su izdane na ime, a nisu izdane u nematerijaliziranom obliku, biti potrebna suglasnost društva. To je iznimka od načela slobodne prenosivosti dionice.<sup>7</sup> Naravno, takvo ograničenje mora biti propisano statutom društva. Dionice za koje je propisano navedeno ograničenje zovemo vinkulirane dionice. Neki od razloga za vinkulaciju dionica jesu da se društvo zaštititi od prijenosa dionica na osobe koje su nepoželjni članovi društva, da se ne naruši postojeći krug članova, da se društvo zaštititi od preuzimanja nepoželjnih osoba, da društvo ne izgubi mogućnost ispitivanja mogućnosti plaćanja preuzimatelja za dionice koje još nisu u potpunosti uplaćene. Društvo u statutu može i ne mora navesti razloge zbog kojih može odbiti prijenos vinkuliranih dionica, ali u slučaju da navede, ne smije odbiti prijenos, osim iz navedenih razloga u statutu.

---

<sup>7</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 377.



### 2.3 RODOVI DIONICA I PRAVA KOJA PROIZLAZE IZ NJIH

Dionice koje daju ista prava čine rod dionica.<sup>8</sup> Distinkcija između pojedinog roda dionice odnosi se na različita članska prava koja dionica nudi.

Dakle, prava koja proizlaze iz dionica nazivamo upravljačka i imovinska, a s obzirom na to koja od tih prava pojedina dionica daje, ona može biti redovna i povlaštena. Odluka o tome hoće li društvo izdavati više rodova dionica ili ne, također je ostavljena na dispoziciju samom društvu da slobodno uredi to pitanje statutom.

Putem upravljačkih prava dioničar sudjeluje u donošenju odluka društva te sudjeluje u poslovima društva. Zakonom se za dioničare ne propisuje obveza da se koriste upravljačkim pravima, on im za to daje mogućnost, a na njima je hoće li je iskoristiti ili ne.<sup>9</sup> Jedino upravljačko pravo koje se razlikuje od ostalih jest pravo glasa. Glavna razlika prema ostalim upravljačkim pravima jest osobina da je opseg najčešće uvjetovan sudjelovanjem imatelja dionice u temeljnom kapitalu. Zbog toga više nalikuje imovinskom nego upravljačkome pravu.

Upravljačka prava su:

- 1) pravo glasa na glavnoj skupštini društva (čl. 290. ZTD-a)
- 2) pravo sudjelovanja na glavnoj skupštini društva i pravo na raspravljanje (čl. 274. st. 1. ZTD-a)
- 3) pravo na obaviještenost (čl. 287. ZTD-a)
- 4) pravo na pobijanje odluka glavne skupštine (čl. 362. ZTD-a).<sup>10</sup>

Redovne dionice daju:

- 1) pravo glasa u glavnoj skupštini društva;
- 2) pravo na isplatu dijela dobiti (dividende);

---

<sup>8</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 149.

<sup>9</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 596.

<sup>10</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 95.

- 3) pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske odnosno stečajne mase društva, tj. onog dijela imovine društva koji preostane nakon što se u slučaju njegove likvidacije ili stečaja prethodno podmire potraživanja vjerovnika.<sup>11</sup>

Povlaštene dionice za razliku od redovnih uvijek su povlaštene u smislu imovinskih prava. Sadržaj prava koja proizlaze iz povlaštenih dionica je određen zakonom te izdavanje povlaštenih dionica pod drugačijim uvjetima nije dopušteno. Povlaštene dionice su dionice koje imatelju daju neka povlaštena prava, npr. pravo na dividendu u unaprijed utvrđenom novčanom iznosu ili u postotku od nominalnog iznosa dionice, pravo prvenstva pri isplati dividende, isplati ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase i druga prava u skladu sa zakonom i statutom društva.<sup>12</sup> Imovinska prava se razlikuju od upravljačkih ponajviše u opsegu kojeg pružaju svome imatelju. U načelu upravljačka prava pripadaju svim dioničarima jednako, dok se opseg imovinskih prava povećava ili smanjuje ovisno o udjelu u temeljnom kapitalu svakog pojedinog dioničara.

Imovinska prava jesu:

- 1) pravo na isplatu dividende (čl. 220. st. 4. i 223. Zakona),
- 2) pravo na plaćanje naknade za ispunjenje dodatnih obveza prema društvu (čl. 218. st. 1. Zakona),
- 3) pravo prvenstva pri upisu novih dionica društva (čl. 308. st. 1. Zakona),
- 4) pravo na isplatu dijela sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva za slučaj njegova smanjenja (čl. 345. st. 2. Zakona),
- 5) pravo na isplatu ostatka nakon provedene likvidacije društva ili eventualnog ostatka stečajne mase (čl. 380. st. 1. Zakona),
- 6) pravo vanjskog dioničara na primjerenu naknadu (čl. 419. Zakona) i otpremninu (čl. 429. Zakona),
- 7) pravo dioničara koji istupa iz društva zbog njegova priključenja drugom društvu na primjerenu otpremninu (čl. 504.a st. 2. Zakona),

---

<sup>11</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 93.

<sup>12</sup> Čl. 167. ZTD

- 8) pravo dioničara koji je na propisan način glasovao protiv odluke o preoblikovanju dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću da mu društvo otkupi njegov udio i za to plati primjerenu naknadu (čl. 562. st. 1. Zakona).<sup>13</sup>

Načelo koje se najviše ističe kada se raspravlja o pravima koja proizlaze iz dionica jest već spomenuto načelo jednakog položaja dioničara. Jednak položaj dioničara u društvu pod jednakim uvjetima ne znači i to da svi dioničari moraju imati jednaka prava.<sup>14</sup> Odnosno, dioničari mogu imati različit položaj u društvu pod nejednakim uvjetima. Polazeći od toga možemo zaključiti da se položaj dioničara temelji na njegovu doprinosu društvu, što se najviše ogleda u njegovim pravima te djelovanju organa društva prema njemu.

Zakonom je određeno da je dionica nedjeljiva.<sup>15</sup> Nedjeljivost dionice podrazumijeva da se prava koja iz nje proizlaze ne mogu razdijeliti među više imatelja jedne dionice na način da pravo jednog ovlaštenika isključuje pravo drugog imatelja dionice na njega. Ako ima više ovlaštenika na dionici, oni za obveze iz dionice odgovaraju kao solidarni dužnici, a prava iz dionice mogu ostvarivati samo preko zajedničkog zastupnika.<sup>16</sup> Ne odrede li ovlaštenici zajedničkog zastupnika, smatra se da je društvo očitovalo svoju volju ako je to učinilo jednome od ovlaštenika (čl. 228. ZTD-a).<sup>17</sup>

## 3 VLASTITE DIONICE

---

### 3.1 OPĆENITO

Vlastitim dionicama nazivaju se one dionice koje drži ono društvo koje ih je izdalo. Nije riječ o vrsti ni o rodu dionica, nego o bilo kojim dionicama društva koje se tako nazivaju sve dok ih drži samo društvo.<sup>18</sup> Postoji više razloga zašto bi društvo imalo interes stjecati vlastite dionice, a uvjeti za takvo stjecanje su određeni prisilnim odredbama ZTD-a. Takvo stjecanje može biti motivirano sprječavanjem daljnjeg pada njihove vrijednosti na tržištu, omogućavanjem

---

<sup>13</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 662.

<sup>14</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 149.

<sup>15</sup> Čl. 163. st. 7. ZTD-a

<sup>16</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 96.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 690.

ostvarivanja postojećih prava na kupnju ili konverziju u redovne dionice, realiziranjem poslovnih spajanja i pripajanja, sprječavanjem neprihvatljivih i „neprijateljskih“ preuzimanja na tržištu kapitala i sl.<sup>19</sup> Valja istaknuti da sva prava koja proizlaze iz dionica, za vrijeme što ih društvo drži, miruju. Drugim riječima, kada društvo drži vlastite dionice, ono u pravilu ne može iz njih ostvarivati nikakva prava, tj. ne može imati pravo glasa na vlastitoj glavnoj skupštini, ne može stjecati dividendu iz njih itd.<sup>20</sup>

Zbog specifičnog pravnog odnosa koji se javlja prilikom preuzimanja vlastitih dionica, a pogotovo radi očuvanja načela unosa i načela očuvanja temeljnog kapitala, Zakon kogentnim normama uređuje to pravno pitanje, npr. odredbom da se vlastite dionice ne mogu steći originarnim putem. To je izraženo zabranom društvu da upiše vlastite dionice (čl. 219. st. 1. ZTD-a), pa društvo vlastite dionice ne može upisati prilikom osnivanja ili povećanja temeljnog kapitala.<sup>21</sup> Ipak, postoji iznimka od tog načela pri povećanju temeljnog kapitala iz rezervi društva, kada društvo stječe vlastite dionice srazmjerno postotku vlastitih dionica koje društvo već ima.

Dopušteno je stjecanje vlastitih dionica derivativnim putem, odnosno od drugih osoba, no samo u dva slučaja: na temelju ovlasti koju daje glavna skupština društva i u slučajevima izričito propisanim ZTD-om. U prvom slučaju glavna skupština donosi odluku kojom propisuje dodatne uvjete za takvo stjecanje. Dana ovlast za stjecanje takvih dionica ne može trajati dulje od pet godina.

## 3.2 NAČINI STJECANJA VLASTITIH DIONICA

### 3.2.1 Originarno stjecanje vlastitih dionica

Kao što je već gore navedeno zbog očuvanja dva temeljna načela dioničkog društva, načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala, zabranjeno je originarno stjecanje vlastitih dionica. O originarnom načinu stjecanja vlastitih dionica radi se u slučaju stjecanja pri osnivanju društva ili povećanju temeljnog kapitala društva ulozima. Iako je riječ o zakonskoj zabrani, takav se upis može dogoditi pri povećanju temeljnog kapitala društva, pa i biti valjan, usprkos tome što je izjava o preuzimanju dionica ništetna, ako registarski sud upiše povećanje temeljnog kapitala

---

<sup>19</sup> Idžojtić I.; Ulaganja u vlastite dionice i udjele, Računovodstvo i financije, br. 10/2002., str. 33.

<sup>20</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 96.

<sup>21</sup> Ibid.

u sudski registar (vidi čl. 322. st. 1. Zakona o obveznim odnosima u vezi s čl. 219. st. 4. Zakona o trgovačkim društvima).<sup>22</sup>

Gore navedeni slučaj u kojemu bi društvo valjano steklo vlastite dionice usprkos zakonskoj zabrani, ne implicira da neće biti drugih posljedica. Društvo bi bilo primorano otuđiti ili povući tako stečene dionice (iz kojih ionako ne bi mogli ostvarivati prava) u roku godine dana od dana kada ih je steklo. To razumije se samo u slučaju da do povrata dionica ranijem imatelju već nije došlo temeljem ništavosti obveznopravnog posla koji je bio osnova za stjecanje.<sup>23</sup> Ne bi izostale posljedice ni po pitanju odgovornosti članova uprave, odnosno izvršnih direktora te bi takvo stjecanje bilo smatrano važnim razlogom za opoziv imenovanja.

Slijedom svega iznesenog proizlazi da stjecanje vlastitih dionica, suprotno navedenim pretpostavkama, nema kao posljedicu nevaljanost stjecanja, nego:

- a) obvezu otuđenja dionica u propisanim rokovima
- b) odgovornost za prekršaj
- c) možebitnu odgovornost članova uprave za štetu počinjenu društvu.<sup>24</sup>

Zakon o trgovačkim društvima iz istih razloga zabranjuje da ovisno društvo upisuje dionice vladajućeg društva, a isto tako i društvo s većinskim sudjelovanjem drugoga društva dionice u tome drugome društvu, s time da je stjecanje takvih dionica valjano (čl. 219. st. 2.).<sup>25</sup>

### 3.2.2 Derivativno stjecanje vlastitih dionica

Derivativno stjecanje vlastitih dionica podrazumijeva stjecanje dionica od prijašnjeg imatelja besplatnim ili naplatnim putem. U hrvatskom pravnom sustavu dvije su osnove za stjecanje vlastitih dionica derivativnim putem, a to su temeljem ovlasti glavne skupštine i u drugim slučajevima propisanim ZTD-om.

#### Stjecanje vlastitih dionica na temelju ovlasti glavne skupštine

---

<sup>22</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 692.

<sup>23</sup> Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, br. 4/1999., str. 123.

<sup>24</sup> Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica po pravu RH, Pravo i porezi, br. 4/17., str. 88.

<sup>25</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 692.

Društvo može stjecati vlastite dionice na temelju ovlasti koju mu svojom odlukom daje glavna skupština za stjecanje tih dionica, a da za to ne određuje neki poseban cilj stjecanja.<sup>26</sup> U sadržaju spomenute odluke moraju biti navedene minimalne odrednice koje su propisane zakonom, a društvo može svojom voljom nadodati dodatne uvjete. Odlukom glavne skupštine ne treba određivati razlog stjecanja.<sup>27</sup> Takva odluka se donosi običnom većinom glasova, ako nije propisana druga većina statutom.

Tom odlukom glavna skupština određuje uvjete pod kojima se mogu stjecati vlastite dionice, naročito:

- a) najveći broj dionica koje ono treba steći,
- b) vrijeme za koje je dana ovlast za stjecanje dionica i
- c) ako se dionice stječu naplatnim putem, najveću i najmanju vrijednost onoga što društvo za to daje.<sup>28</sup>

Najveći broj dionica koje društvo treba steći jest zakonom propisan uvjet kojem je svrha spriječiti da društvo pokuša manipulirati tržištem, odnosno trgovati dionicama. U slučaju nepropisivanja maksimalnog broja dionica društvo bi ih moglo na tržištu izdavati za puno veću cijenu nego što ih je dobilo te na taj način zlorabiti institut vlastitih dionica. Zato pri donošenju odluke glavne skupštine valja voditi računa o tome, kada društvo već drži vlastite dionice koje ne namjerava prije toga otuđiti, da se odlukom ne smije dati ovlast za stjecanje vlastitih dionica u opsegu kojim bi društvu uz već stečene dionice steklo nove tako da na sve dionice koje bi imalo otpadne ukupno više od 10% iznosa temeljnog kapitala društva. Stoga se u odluci mora postaviti granica stjecanja tako da društvo ne drži više od spomenutog najvećeg propisanog broja dionica.<sup>29</sup> S obzirom na to da je navedena zakonska odredba prisilna, u slučaju da je donesena odluka kojom nije propisan najveći broj dionica ili je veći od propisanog, ta odluka

---

<sup>26</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 701.

<sup>27</sup> Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 80.

<sup>28</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 701.

<sup>29</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 702.

bi se smatrala ništetnom. Dakako, to se odnosi samo na maksimalnu granicu, odnosno društvo može svojom odlukom propisati i manji iznos od navedenog.

Ovlast koja je dana skupštini za stjecanje vlastitih dionica istječe najkasnije 5 godina od dana donošenja odluke. U odluci se može odrediti da rok počinje teći pod suspenzivnim uvjetom ili nekog određenog dana, a ne na dan donošenja odluke, ali uz tako određen rok ne može prijeći pet godina od dana donošenja odluke.<sup>30</sup> Produljenje roka je moguće jednom ako odluku o produljenju donosi ista skupština koja je donijela i prethodnu pod uvjetom da ukupno ne prođe rok od 5 godina za vrijeme trajanja obje odluke. Posljedica propuštanja određivanja je ništetnost odluke.<sup>31</sup> Takva ograničenja su propisana radi zaštite interesa vjerovnika društva.

Najniža i najviša vrijednost onoga što društvo smije dati za stjecanje dionica može se odrediti u apsolutnim iznosima, ali i tako da se to odredi uz neki tečaj dionice na uređenom tržištu, primjerice da se dopusti stjecanje u okvirima budućih cijena na uređenom tržištu za dionice društva u vremenu kad je dopušteno njihovo stjecanje, da se dopusti stjecanje uz cijenu koja se kao najniža ili najviša određuje u apsolutnom iznosu ili koja u nekom određenom postotku odstupa od najviše ili najniže odnosno srednje cijene na uređenom tržištu u neko doba.<sup>32</sup> Kao i za prethodna dva zakonom određena uvjeta i ovdje cijena dionica mora biti određena u odluci glavne skupštine, u slučaju propusta određivanja cijene odluka će biti nevaljana.

Dodatni uvjeti koje društvo, odnosno skupština može nametnuti su da se izdaju samo određeni rodovi dionica ili imenovati razlog iz kojeg se dionice mogu steći. Zakonom su i dalje propisana dopunska ograničenja: društvo ne smije stjecati dionice da bi njima trgovalo, u realizaciji svoje ovlasti, tj. prilikom kupnje dionica uprava mora postupati u interesu društva (kao što to uostalom uvijek mora činiti), prilikom svakog stjecanja uprava mora provjeriti jesu li ispunjeni uvjeti propisani zakonom.<sup>33</sup> Drugim riječima, uprava se mora uvjeriti u postojanje rezervi za vlastite dionice, odnosno u to da ih društvo može stvoriti (osim ako se dionice stječu nenaplatno), i to tako da neto aktiva društva (zbog stjecanja dionica) ne postane manjom od iznosa temeljnog kapitala i zakonskih odnosno statutarnih rezervi.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 703.

<sup>31</sup> Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica po pravu RH, Pravo i porezi, br. 4/17., str. 87.

<sup>32</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 703.

<sup>33</sup> Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, br. 4/1999., str. 115.

<sup>34</sup> Ibid.

### Stjecanje vlastitih dionica na temelju izričite zakonske ovlasti

Osim navedenog stjecanja na temelju odluke glavne skupštine, zakon taksativno navodi slučajeve u kojima je dopušteno stjecanje vlastitih dionica i bez ovlasti glavne skupštine. Ti slučajevi su navedeni u članku 233. ZTD-a, a glase ovako:

- 1.) Kad je stjecanje dionica potrebno da bi se od društva otklonila teška šteta koja neposredno predstoji.<sup>35</sup>

U ovom konkretnom slučaju ne štiti se direktno interes dioničara, već samog društva. Pri razmatranju štete ne uzima se da mora biti toliko teška da prijete cijelome društvu, isto tako stupanj neposrednosti nije određen, što znači da šteta ne mora nastupiti odmah, već u predvidivoj budućnosti. Također, stjecanje vlastitih dionica ne mora biti jedino rješenje, ali mora biti razumna alternativa. Uzima se objektivni, a ne subjektivni kriterij pri razmatranju navedenih faktora. Riječ je o svakoj šteti, uključujući i izgublenu dobit.<sup>36</sup> Pri izboru dionica koje će se stjecati mora biti zadovoljen uvjet da je uplaćen iznos za koji su izdane. Budući da uprava u slučaju stjecanja dionica zbog otklanjanja teške štete mora obavijestiti o tome prvu sljedeću skupštinu, a u ostalim slučajevima to ne mora (stvarno će to učiniti na glavnoj skupštini na kojoj se usvajaju godišnja financijska izvješća), odlučivanje o stjecanju vlastitih dionica je praktički u rukama uprave.<sup>37</sup>

- 2.) Kad se stječu vlastite dionice da bi se ponudile zaposlenima u društvu ili kojem od s njime povezanim društava.<sup>38</sup>

Kako bi se dionice ponudile zaposlenima u društvu ili kojem u njima povezanim društvima, mora biti donesena odluka uprave s uvjetima ponude zaposlenicima, u toj odluci namjera mora biti ozbiljna. Također, rok za prijenos tako stečenih dionica jest godina dana. Ako se u tome roku dionice ne prenesu, to ne čini stjecanje dionica nedopuštenim, ali i dalje ostaje obveza da se one prenesu. Prodajom dionica zaposlenicima ne čini se povreda načela jednakog položaja dioničara, neovisno o tome što su neki od njih ujedno i dioničari društva, jer je ovdje riječ o

---

<sup>35</sup> Čl. 233. st. 3. t. 1. ZTD-a

<sup>36</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 706.

<sup>37</sup> Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007., Pravo i porezi, br. 3/2008., str. 7.

<sup>38</sup> Čl. 233. st. 3. t. 2. ZTD-a



drukčijoj osnovi prava na stjecanje dionica – temelj tome nije položaj dioničara, nego zaposlenika.<sup>39</sup>

- 3.) Kad se stječu vlastite dionice da bi se dioničarima dala otpremnina ako je Zakonom o trgovačkim društvima propisano davanje otpremnine (čl. 233. st. 3. t. 3.) vanjskim dioničarima (čl. 492.), dioničarima društva koje se priključuje drugome društvu koji istupaju iz društva (čl. 504. a st. 2.) te dioničarima koji zatraže otkup jer su glasovali protiv preoblikovanja društva (čl. 562. st. 1. 570. st. 1. ).<sup>40</sup>

U navedenoj zakonskoj odredbi određuje se kao valjan razlog stjecanje dionica kao vlastitih od dotadašnjih dioničara u zamjenu za otpremninu koju im društvo daje. Ozbiljna namjera članova uprave, odnosno izvršnih direktora za stjecanje dionica u tu svrhu, postoji ako su donesene valjane odluke glavnih skupština društava na koje se navedene promjene odnose.<sup>41</sup> Dionice se mogu steći samo ako su za njih uplaćeni potpuni iznosi i točno iz sredstava koja su određena za takvo stjecanje zakonom.

- 4.) Kad se vlastite dionice stječu besplatno ili kad ih komisiono kupuje kreditna odnosno financijska institucija (čl. 233. st. 3. t. 4.).<sup>42</sup>

Dioničar može darovati društvu dionice besplatno ili ih ostaviti kao legat. Besplatno stjecanje dionica jest jedan od načina kojim si društvo želi pomoći kada se radi o sanaciji društva. Darovatelj ili legatar time gubi imovinska prava iz dionica, ali on ili njegov nasljednik često stječu određene pozicije u društvu, pa i članstvo.<sup>43</sup> Kad kreditna institucija komisiono kupuje vlastite dionice za svoga komitenta (čl. 233. st. 3. t. 4.), riječ je zapravo o prolaznom stjecanju, jer ona to čini u svoje ime, ali za drugoga kod koga će se dionice konačno naći.<sup>44</sup> U slučaju da se preuzimanje dionica ne dogodi, odnosno da komitent ne preuzme te dionice, to neće činiti takvo stjecanje nevaljanim. Ovdje također vrijedi pravilo da dionice moraju biti u potpunosti uplaćene.

---

<sup>39</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 708.

<sup>40</sup> Ibid.

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> Ibid.

<sup>43</sup> Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007., Pravo i porezi, br. 3/2008., str. 5.

<sup>44</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 709.

5.) Kad društvo stječe vlastite dionice od dioničara zbog toga što nije u potpunosti uplatio iznos za koji su izdane (čl. 233. st. 3. t. 5.).<sup>45</sup>

Nakon neuspješnog proteka roka dioničko društvo javno objavljuje da su u korist društva oduzete točno određene dionice i ono što je dioničar do tada na ime njih uplatio društvu (čl. 214. st. 2. Zakona).<sup>46</sup> Takav postupak stjecanja vlastitih dionica i isključenje ranijeg dioničara se naziva kaduciranje.

Da bi došlo do kaduciranja potrebno je da budu ispunjenje sljedeće pretpostavke:

- a) da je dioničar pao u zakašnjenje s uplatom,
- b) da mu je ostavljen naknadni rok za uplatu,
- c) da je u pozivu za uplatu navedeno da će mu se dionice oduzeti,
- d) da je protekao naknadni rok, a dioničar nije u tom roku uplatio ono što je bio dužan zajedno s kamatama,
- e) da je ostavljanje naknadnog roka objavljeno u glasilu društva.<sup>47</sup>

6.) Kad društvo stječe vlastite dionice sveopćim pravnim sljedništvom (univerzalnom sukcesijom) (čl. 233. st. 3. t. 6.).

Društvo stječe vlastite dionice sveopćim pravnim sljedništvom u 2 slučaja : a) oporučnim nasljeđivanjem umrlog dioničara koji je svoje dionice ostavio društvu,

b) u slučaju pripajanja društva da pravni sljednici ne ostanu bez dionica.

7.) Kad se vlastite dionice stječu temeljem odluke glavne skupštine društva o povlačenju dionica pri smanjenju temeljnog kapitala (čl. 223. st. 3. t. 7.).<sup>48</sup>

Smanjenje temeljnog kapitala društva može biti redovito (čl. 342. do 348. ZTD-a), pojednostavnjeno (čl. 349. do 351. ZTD-a) i nastalo povlačenjem dionica (čl. 352. do 354. ZTD-a).<sup>49</sup> S obzirom na to da se ovaj način stjecanja vlastitih dionica smatra jednim od

---

<sup>45</sup> Ibid.

<sup>46</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 586.

<sup>47</sup> Eraković A.; Komentar zakona o trgovačkim društvima; Organizator (2008), str. 198

<sup>48</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 709.

<sup>49</sup> Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007., Pravo i porezi, br. 3/2008., str. 6.

načina smanjenja temeljnog kapitala društva, ono je uređeno odredbama koje važe za navedeni institut. To je moguće samo uz odgovarajuću odluku glavne skupštine o smanjenju temeljnog kapitala društva i povlačenju dionica.<sup>50</sup> Ako se stječu na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica prema propisima o smanjenju temeljnog kapitala društva, to znači da će te dionice povlačenjem ionako prestati postojati.<sup>51</sup> Razlozi za povlačenje dionica mogu biti različiti, pa se to može učiniti radi saniranja društva, vraćanja dioničarima onoga što su uplatili društvu, prelijevanja onoga što je uneseno na ime uplate temeljnog kapitala u rezerve društva, isključenja koga iz društva, uklanjanja određenog roda dionica, dionica za prijenos kojih se traži suglasnost društva i sl.<sup>52</sup>

8.) Kad se vlastite dionice stječu nadmetanjem provedenim od strane suda da bi društvo namirilo neku svoju tražbinu prema dioničaru (čl. 233. st. 3. t. 8.).<sup>53</sup>

Na ovaj način društvo stječe vlastite dionice da bi namirilo tražbinu koju ima prema dioničaru s kojim se nadmeće pred sudom. Naime, kada društvo plati cijenu za dionice, time ono naplaćuje svoju tražbinu i stječe dionice koje kasnije može otuđiti. Na taj način društvo prodajom tih dionica vraća sredstva koja je dalo za njih u postupku nadmetanja. Radi se o stjecanju vlastitih dionica u ovršnom postupku, prisilnom prodajom dionica na javnoj dražbi u situaciji kada se samo društvo javlja kao njihov kupac.<sup>54</sup>

### 3.3 RIZICI STJECANJA VLASTITIH DIONICA

Rizici koji prijete stjecanjem vlastitih dionica se uglavnom odnose na posljedice na tržištu kapitala. Za društvo, transakcije s vlastitim dionicama predstavljaju rizik jer se stjecanjem vlastitih dionica umanjuje raspoloživ vlastiti kapital.<sup>55</sup> Također, treba imati na umu da društvo stjecanjem vlastitih dionica na neki način vraća uloge koji su za te dionice dani dioničarima. Najveći rizici su manipulacija cijenama na tržištu kapitala, povreda načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala te podjela nadležnosti između organa društva. O načinima manipulacije

---

<sup>50</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 709.

<sup>51</sup> Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 98.

<sup>52</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 1502.-1503.

<sup>53</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 710.

<sup>54</sup> Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, br. 4/1999., str. 116.

<sup>55</sup> Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 76.

cijenama na tržištu već je bilo riječi pri izlaganju o derivativnim načinima stjecanja vlastitih dionica. U hrvatskom je pravnom sustavu također implementirana Uredba o zlouporabi tržišta<sup>56</sup> (dalje u tekstu: Uredba) koja regulira istu problematiku na europskoj razini. Ona je zamijenila dotadašnje odredbe Zakona o tržištu kapitala<sup>57</sup> koji danas regulira samo ono što je potrebno za djelovanje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. Manipulacija cijenama i neopravdana cijena mogu stvoriti prividnu sliku povećane potražnje za dionicama nekog društva, čime bi društvo stvorilo lažnu sliku o vlastitoj vrijednosti, a time ujedno može i štetiti interesima vjerovnika i potencijalnih dioničara kada na temelju toga donose odluku o ulasku u pravni odnos s izdavateljem tih dionica.<sup>58</sup>

Pri stjecanju vlastitih dionica može doći do ugroze načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala na način da društvo stječe vlastite dionice iz sredstava koja nisu određena za tu svrhu. Načelo unosa kapitala povrijedilo bi se kad bi se stjecale vlastite dionice za koje još nije uplaćen nominalni iznos dionice, odnosno agio, ako se dionica izdaje iznad pari.<sup>59</sup> Načelo očuvanja temeljnog kapitala bilo bi ugroženo u slučaju izdavanja dionica za višu cijenu nego što one zaista objektivno vrijede, a stjecanje vlastitih dionica je naplatno.

Što se tiče rizika podjele nadležnosti između organa društva, misli se na stjecanje prava koja proizlaze iz dionica koje je društvo steklo. Takvo pravno stanje bi narušilo prijašnje odnose nadležnosti među organima društva jer bi uprava donosila odluke sama za sebe i tako ugrozila ulogu drugih tijela u društvu. Da bi se to spriječilo zakonom je određeno mirovanje prava iz dionica dok su one u vlasništvu društva. Naravno, prodajom dionica i prava bi oživjela.

## **4 ZLOUPORABA VLASTITIH DIONICA**

---

### **4.1 OPĆENITO O ZLOUPORABI VLASTITIH DIONICA**

Zlouporaba vlastitih dionica najviše se očituje u nedopuštenom stjecanju vlastitih dionica i pravnim posljedicama koje nastaju ako se stjecanje zlorabi. Društvo može stjecati vlastite dionice iz različitih razloga, kako bi potaknulo bolje djelovanje samog društva i njegovih članova, npr. utjecanjem na člansku strukturu ili da bi postiglo optimalan gospodarski učinak

---

<sup>56</sup> Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o zlouporabi tržišta

<sup>57</sup> NN 65/18, 17/20, 83/21

<sup>58</sup> Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, br. 4/1999. str. 610

<sup>59</sup> Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 77.

jednak institutu smanjenja temeljnog kapitala društva. Društvo također može biti potaknuto i razlozima koji nisu u skladu sa zakonom, pa se tako imamo prilike susresti sa stjecanjem vlastitih dionica da bi se njima trgovalo, manipuliralo cijenama na tržištu. Tomu mogu pridonositi i povlaštene informacije kojima raspolaže uprava u trenutku stjecanja vlastitih dionica. Do svih navedenih zlouporaba neminovno dolazi kršenjem odredaba Zakona o kapitalu, odnosno već spomenute Uredbe koji uređuju problematiku tih pitanja. Dakako, kada govorimo o zlouporabi vlastitih dionica, često dolazi do izražaja i kršenje načela jednakog položaja dioničara. Dakle, kada spominjemo zlouporabu načela jednakog položaja dioničara, misli se na zlouporabu trgovanjem povlaštenim informacijama, tzv. insider trading. Ustavna garancija jednakog položaja svih sudionika na tržištu vrijedi i za promet financijskim instrumentima, pa prema tome i za promet dionicama.<sup>60</sup>

Naravno, u navedenim pravnim propisima ne izostaju ni odredbe o kažnjavanju navedenih zlouporaba. Nadzor nad provođenjem i nekršenjem odredbi provodi Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA). HANFA nije ovlaštena samo za nadzor, već i za izricanje nadzornih mjera. Agencija osigurava primjenu odredbi Uredbe na području Republike Hrvatske u vezi sa svim radnjama koje se poduzimaju na njezinom području i radnjama koje se poduzimaju u inozemstvu povezanim s financijskim instrumentima uvrštenima za trgovanje na uređenom tržištu ili onima za koje je predan zahtjev za uvrštavanje za trgovanje na takvom tržištu, koji su bili na dražbi na dražbovnoj platformi ili kojima se trguje na MTP-u<sup>61</sup> ili OTP-u<sup>62</sup> ili za koje je predan zahtjev za uvrštavanje za trgovanje na MTP-u koji posluje na području Republike Hrvatske.<sup>63</sup>

## 4.2 NAČINI ZLOUPORABE DIONICA

### 4.2.1 Manipuliranje tržištem

Manipuliranje tržištem je, moglo bi se reći, najzastupljeniji način zlouporabe tržišta u praksi. Odnosi se na sve postupke kojima se izigravaju ili pokušavaju izigrati pravila tržišnog natjecanja. Neki od primjera su fiktivna kupovina dionica, utjecaj na zaključnu cijenu svojim

---

<sup>60</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 479.

<sup>61</sup> MTP- Multilateralna trgovinska platforma Zagrebačke banke

<sup>62</sup> OTP- Organizirana trgovinska platforma

<sup>63</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 503.

transakcijama, stvaranje prividne potražnje za nekim financijskim instrumentima, itd. Aktivnosti koje se smatraju manipuliranjem tržišta su taksativno navedene u Uredbi.

To je:

- a) stupanje u transakciju, davanje naloga za trgovanje ili bilo koji drugi postupak koji:
  - i. daje ili vjerojatno daje lažne ili obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene financijskog instrumenta, povezanog promptnog ugovora za robu ili proizvod na dražbi na temelju emisijskih jedinica, ili
  - ii. drži ili vjerojatno drži cijenu jednog financijskog instrumenta ili nekoliko njih, povezanog promptnog ugovora za robu ili proizvoda na dražbi na temelju emisijskih jedinica na neuobičajenoj ili umjetnoj razini, osim ako osoba koja stupa u transakciju, daje nalog za trgovanje ili poduzima bilo koji drugi postupak dokaže da je takva transakcija, nalog ili postupak učinjen iz legitimnih razloga te da je u skladu s prihvaćenom tržišnom praksom utvrđenom u skladu s člankom 13. Uredbe,<sup>64</sup>

Uredbom se također definira način, odnosno kriteriji (njih sedam) po kojima će se utvrđivati tržišna praksa. Tržišnu praksu utvrđuje nadležno upravno tijelo svake države članice, a ista tržišna praksa nije ujednačena u svim državama članicama. Pojednostavljeno rečeno, nadležno državno tijelo svake države članice uspostavlja svoju tržišnu praksu primjenjujući kriterije koji su propisani Uredbom. Dakle, može se dogoditi da neke države članice imaju istu tržišnu praksu ako prihvate tržišnu praksu druge države članice.

- b) stupanje u transakciju, davanje naloga za trgovanje ili bilo koja druga aktivnost ili drugi postupak koji utječe ili vjerojatno utječe na cijenu jednog financijskog instrumenta ili nekoliko njih, povezanog promptnog ugovora za robu ili proizvoda na dražbi na temelju emisijskih jedinica u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili bilo koji drugi oblik obmane ili prijevare,...<sup>65</sup>

To se ne odnosi na aktivnosti za koje osoba koja je stupila u transakciju može dokazati da su učinjene iz legitimnih razloga i da su u skladu s tržišnom praksom i običajima. Povećani opseg

---

<sup>64</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 498.

<sup>65</sup> Ibid.

izdanih naloga može dati prividnu sliku povećane potražnje financijskih instrumenata i na taj način obmanjivati treće o njihovoj stvarnoj cijeni. Potaknuti izdanim nalogima i prividu budućeg povećanja cijena tih financijskih instrumenata treći se mogu odlučiti na kupovinu istih koji na kraju u budućnosti ostanu na nižoj cijeni.

- c) širenje informacija putem medija, uključujući i internet, ili nekim drugim načinom koje daju ili bi mogle dati lažne ili obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene financijskog instrumenta, povezanog promptnog ugovora za robu ili proizvod na dražbi na temelju emisijskih jedinica, ili drže ili bi mogle držati cijenu jednog financijskog instrumenta ili nekoliko njih, ili povezanog promptnog ugovora za robu ili proizvod na dražbi na temelju emisijskih jedinica na neuobičajenoj ili umjetnoj razini, uključujući širenje glasina, kada je osoba koja je proširila informacije znala ili trebala znati da su one lažne ili obmanjujuće,..<sup>66</sup>

Za kršenje ove odredbe Uredbe, kao što imamo prilike vidjeti, uzima se kao kriterij neizravna namjera, odnosno svjesni nehaj koji podrazumijeva da je osoba koja je širila informacije morala ili bila dužna znati da su lažne. Ovom odredbom se pokušava spriječiti pokušaj zlouporabe u kojoj se trećima lažno predstavlja cijena, odnosno potražnja za određenim financijskim instrumentom pokušavajući potaknuti rast cijena istog.

- d) Prenosjenje lažnih ili obmanjujućih informacija ili davanje lažnih ili obmanjujućih osnovnih podataka o referentnoj vrijednosti kada je osoba koja je prenijela informaciju ili dala osnovni podatak znala ili trebala znati da su oni lažni ili obmanjujući, ili bilo koji drugi postupak kojim se manipulira izračunom referentne vrijednosti.<sup>67</sup>

U ovoj odredbi kao i u prethodnoj predmnijeva se isti stupanj krivnje, ta odredba se također odnosi na zlouporabe tehnikom „pump and dump“, odnosno napuhavanjem cijena da bi se prodale po precijenjenoj vrijednosti, nakon čega stjecatelji ostaju s dionicama puno manje vrijednosti od one koje su platili za njih. Druga tehnika jest umjetno ispuhivanje cijene, dakle širenjem dezinformacija postiže se neistinit privid niske cijene dionice koju potom osobe koje su proširile netočnu informaciju kupuju i tako stječu dionice puno veće vrijednosti no što su prividno prikazivale.

---

<sup>66</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 498.-499.

<sup>67</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 499.

Uredbom su navedene dodatne aktivnosti koje se smatraju manipulacijom tržišta, a neke od njih su kupnja ili prodaja financijskih instrumenata na početku ili kraju trgovinskog dana koja ima učinak obmanjivanja ulagatelja koji djeluju na temelju objavljenih cijena te aktivnosti jedne osobe ili više njih koje surađuju kako bi se osigurao vladajući položaj u vezi s ponudom ili potražnjom financijskog instrumenta.

Nadalje, pri stjecanju vlastitih dionica posebnu bi pozornost trebalo posvetiti cijeni otkupa kako ne bi došlo do mogućnosti aktiviranja odredbi ZTK-a o manipulaciji tržišta i kako se Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga ne bi upustila u nadzor same transakcije.<sup>68</sup>

#### 4.2.2 Raspolaganje povlaštenim informacijama

Raspolaganje povlaštenim informacijama može značajno utjecati na trgovanje dionicama i koristiti se za stjecanje probitaka na štetu drugih sudionika u trgovini dionicama.<sup>69</sup> Trgovanje povlaštenim informacijama jest način zlouporabe koji je usko povezan s načelom jednakog položaja dioničara. S obzirom na to da donošenje poslovnih odluka u prometu dionicama ovisi o objavljenim informacijama, nejednaki položaj dioničara u smislu nejednake dostupnosti informacijama ili druge radnje koje su protivne navedenom načelu, predstavljaju protuustavno postupanje. Ovaj način manipulacije tržištem bi se mogao poistovjetiti s pojmom insider trading-a u pravnoj književnosti, iako ne u potpunosti jer se potonje ne mora odnositi nužno na trgovanje informacijama. Također, pri stjecanju vlastitih dionica, lako može biti riječ o insider dealing-u.<sup>70</sup>

U pogledu naravi povlaštene informacije bitno je da se radi o informaciji koja:

- 1) nije poznata javnosti;
- 2) koja je dovoljno određena ("precise nature");
- 3) koja bi vjerojatno bitno utjecala na cijenu odnosno vrijednosnog papira.<sup>71</sup>

Mjerilo koje se uzima pri razmatranju je li neka informacija bila povlaštena jest kriterij razumnog ulagatelja, odnosno bi li razumni ulagatelj pri donošenju poslovne odluke uzeo u razmatranje tu informaciju. Pri tome se mora uzeti u obzir predviđeni učinak informacije kao

---

<sup>68</sup> Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica po pravu RH, Pravo i porezi, br. 4/17., str. 89.

<sup>69</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 479.

<sup>70</sup> Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 77

<sup>71</sup> Čulinović-Herc E., Insider trading – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 3/2000., str. 312.



dio ukupnog povezanog djelovanja izdavatelja, vjerodostojnost izvora informacije i dr.<sup>72</sup> Ključno je obilježje trgovanja na temelju povlaštenih informacija stjecanje nepravedne prednosti na temelju povlaštenih informacija na štetu trećih osoba, što ima za posljedicu narušavanje integriteta financijskih tržišta i povjerenja ulagatelja.<sup>73</sup>

Još jedan institut zaštite koji je uspostavljen radi sprječavanja zlouporabe jest pretpostavka o korištenju povlaštenih informacija. Dakle, smatrat će se da se osoba koja ima pristup povlaštenim informacijama i pokušava iste otuđiti ili raspolagati njima, na način koji uvelike podsjeća na zlouporabu, njima i koristila. Navedena pretpostavka jest *praesumptio iuris*, odnosno dopušteno je dokazivanje suprotno njoj. ZTD i ovdje uređuje odredbama trgovanje povlaštenim informacijama samo u dijelu koji se odnosi na nadzor nad provođenjem Uredbe.

Uredba ne daje konkretnu definiciju raspolaganja povlaštenim informacijama, ali navodi što se može smatrati trgovinom njima. Tako je za potrebe Uredbe propisano da povlaštene informacije obuhvaćaju ove vrste informacija:

- a) informacije precizne naravi koje nisu objavljene i koje se izravno ili neizravno odnose na jednog ili više izdavatelja (dakle i na dioničko društvo) ili na jedan financijski instrument ili više njih (dakle i na dionicu) te koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata,<sup>74</sup>

Kada se govori o informacijama koje se odnose na izdavatelja one se mogu podijeliti na vanjske i unutarnje. Kao vanjske promatramo one koje se odnose na povećanje ili smanjenje temeljnog kapitala, promjene u statutu ili povećanju dobiti a kao unutarnje one koje se odnose na npr. iznos ponude pri preuzimanju društva.

- b) u odnosu na izvedenice na robu, informacije precizne naravi koje nisu objavljene i koje se izravno ili neizravno odnose na jednu tu izvedenicu ili više njih ili se izravno odnose na povezani promptni ugovor za robu i koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan učinak na cijene takvih izvedenica ili povezanih promptnih ugovora na robu i kada je riječ o informacijama za koje se razumno očekuje da će biti objavljene ili koje se moraju objaviti u skladu s pravnim ili regulatornim odredbama na razini Unije ili

---

<sup>72</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 480.

<sup>73</sup> Ibid.

<sup>74</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 481.

nacionalnoj razini, pravilima tržišta, ugovorima, praksama ili običajima na relevantnim tržištima robnih izvedenica ili promptnim tržištima,<sup>75</sup>

Također su uredbom definirani pojmovi „precizna narav“ i „informacije koje bi imale učinak na cijenu“ jer su to dva ključna elementa pri donošenju odluke je li neka informacija povlaštena ili ne. Kako bi neka informacija imala karakter precizne naravi, ona mora upućivati na niz okolnosti koje postoje ili se može razumno očekivati da će postojati i koja je dovoljno specifična da omogući zaključivanje o mogućem učinku tog niza okolnosti. Informacijom koja bi imala učinak na cijenu se smatra ona informacija koja bi vjerojatno bila dio temelja odluke koju bi razumni ulagatelj donio pri donošenju svoje odluke o ulaganju.

c) u vezi s emisijskim jedinicama ili proizvodima na dražbi koji se na njima temelje, informacije precizne naravi koje nisu objavljene i koje se izravno ili neizravno odnose na jedan financijski instrument ili više njih te koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan utjecaj na cijene takvih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata,<sup>76</sup>

Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (dalje u tekstu: ESMA) donosi smjernice u kojima je sadržano koje informacije bi se mogle smatrati informacijama koje pripadaju pod gore navedenu kategoriju. Valja dakako naglasiti da te informacije nisu taksativno navedene, već su samo usmjeravajućeg karaktera.

d) za osobe zadužene za izvršenje naloga koji se odnose na financijske instrumente, one također znače informacije koje je prenio klijent i koje se odnose na naloge klijenta u izvršavanju u vezi s financijskim instrumentima, koje su precizne naravi, izravno ili neizravno odnose na jednog ili više izdavatelja ili na jedan financijski instrument ili više njih, i koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata, cijene povezanih promptnih ugovora za robu ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata.<sup>77</sup>

Korištenje povlaštenim informacijama za otkazivanje ili izmjenu naloga u vezi s financijskim instrumentom na koji se ta informacija odnosi, kad je nalog predan prije nego

---

<sup>75</sup> Ibid.

<sup>76</sup> Ibid.

<sup>77</sup> Ibid.

što je dotična osoba imala povlaštenu informaciju, također se smatra trgovanjem na temelju povlaštenih informacija.<sup>78</sup>

Insider dealing je način zlouporabe koji jest posebno važan kada se raspravlja o stjecanju dionica. Tomu je tako jer je stjecanje vlastitih dionica institut koji može biti prilično snažno sredstvo u upravljanju financijskih tijekova, kako na tržištu, tako i unutar samoga društva, pa i ostvarivanjem dobiti po pojedinoj dionici kada se one stječu za društvo. Informacije o takvim podacima zasigurno mogu uvelike utjecati na donošenje poslovnih odluka pa su analogno tome one na visokoj cijeni na zabranjenom tržištu insider tradinga. Uostalom, stjecanje vlastitih dionica zasigurno je značajan signal ostalim dioničarima i ulagačima o određenom društvu, pa razlozi i uvjeti pod kojima su vlastite dionice stjecane ili otuđene, utječu na formiranje stava o dionicama toga društva kod ostalih ulagača, a time i do utjecaja na tržište kapitala.<sup>79</sup>

Popis upućenih osoba jest također jedan od načina kojim se raspolaganje povlaštenih informacija dodatno ograničava. Naime, na tom popisu moraju biti navedene sve osobe koje imaju pristup povlaštenim informacijama radi djelotvornijeg nadzora nad kolanjem tih podataka. Naravno, insiderima je zabranjeno koristiti se tim informacijama kako bi postigli prednost na tržištu pod uvjetom da su znali da su takve informacije povlaštene. Nije odlučno je li se insider koristio prednosti za sebe ili za treću osobu, kao ni je li to učinio prilikom kupnje (acquiring) ili prodaje (disposing) vrijednosnih papira jednog ili više izdavatelja na koje se povlaštena informacija odnosi.<sup>80</sup> Takozvani pojam „insider“ se naravno odnosi na članove društva i subjekte koji su saznali za povlaštene informacije u sklopu obavljanja svoje dužnosti odnosno profesije. Prvu grupu primarnih insidera čine članovi uprave ili nadzornog odbora i drugih odgovarajućih tijela izdavatelja vrijednosnih papira.<sup>81</sup>

U okviru zabrane trgovanja na temelju povlaštenih informacija i njihova nezakonitog objavljivanja u čl. 14. Uredbe propisuje se da osoba koja ih ima ne smije:

a) trgovati ili pokušati trgovati na temelju povlaštenih informacija,

---

<sup>78</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 483.

<sup>79</sup> Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Znanstveni radovi u zbornicima skupova (2009), str. 77.-78.

<sup>80</sup> Čulinović-Herc E., Insider trading – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 3/2000., str. 320.

<sup>81</sup> Čulinović-Herc E., Insider trading – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 3/2000., str. 319.

- b) preporučiti drugoj osobi da trguje na temelju povlaštenih informacija ili je poticati na trgovanje na temelju njih, ili
- c) nezakonito objaviti povlaštene informacije.<sup>82</sup>

#### 4.2.3 Objavljanje povlaštenih informacija

Kao što postoji poseban regulativan okvir koji uređuje zabranu raspolaganjem povlaštenim informacijama, isto tako egzistira posebna regulativa povlaštenih informacija koje moraju biti objavljene. Radi potrebnog informiranja tržišta i ulagatelja, Uredbom je u čl. 17. detaljno propisano kada izdavatelj (dakle i dioničko društvo) financijskih instrumenata (dakle i dionice) mora obavijestiti javnost o povlaštenim informacijama koje se neposredno odnose na tog izdavatelja.<sup>83</sup> Izdavatelj bi trebao obavještavati javnost o povlaštenim informacijama koje se izravno odnose na njega što je prije moguće, a objavu na svojoj internetskoj stranici mora zadržati najmanje 5 godina od dana objave. Naime, glavni oblik borbe protiv insider tradinga jest pravovremena objava informacija.<sup>84</sup>

Objava povlaštenih informacija mora biti pravovremena, potpuna i točna te objavljena tako da javnost ima brz pristup njima.

Člankom 17. st. 4. Uredbe o zlouporabi tržišta predviđena je mogućnost izdavatelja da, na vlastitu odgovornost, odgodi objavljivanje javnosti povlaštenih informacija, ako su ispunjeni sljedeći uvjeti:

- a) trenutno objavljivanje vjerojatno bi narušilo legitimne interese izdavatelja ili sudionika na tržištu emisijskih jedinica
- b) odgoda objave vjerojatno ne bi obmanula javnost
- c) izdavatelj ili sudionik na tržištu emisijskih jedinica u stanju je osigurati povjerljivost tih informacija.<sup>85</sup>

U slučaju da povlaštene informacije čiju je objavu izdavatelj odgodio ipak postanu poznate javnosti, izdavatelj je dužan objaviti te informacije javnosti što je prije moguće. Odgodu objave izdavatelj je dužan pisano obrazložiti i obavijestiti o tome nadzorno tijelo, a u slučaju izostanka

---

<sup>82</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 486.

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> Čulinović-Herc E., Insider trading – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 3/2000., str. 314.

<sup>85</sup> Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica po pravu RH, Pravo i porezi, br. 4/17., str. 89

suglasnosti nadležnog tijela, izdavatelj je dužan objaviti povlaštene informacije što je prije moguće.

Nadzorno tijelo osim suglasnosti provjerava i da je vrijeme za koje je objava odgođena razumno u odnosu na potrebe javnog interesa, ono barem jednom tjedno provjerava jesu li i ispunjeni uvjeti zbog kojih je objava odgođena.

#### 4.2.4 Pravilnik o programu otkupa vlastitih dionica

Pravilnik o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta<sup>86</sup> (dalje u tekstu: Pravilnik) jest pravilnik koji uređuje uvjete pod kojima je stjecanje vlastitih dionica izuzeto iz gore navedenih odredaba o zlouporabi tržišta. Zbog kompleksne i zanimljive naravi pravnog instituta stjecanja vlastitih dionica bilo je potrebno urediti to pitanje posebnom pravnom regulativom. Donositelj ovog pravilnika jest HANFA, a Pravilnik podrazumijeva definicije pojedinih pravnih termina, uvjete programa kupnje dionica i ograničenja te rokove, uvjete i druge odredbe koje se tiču stabilizacije i pomoćne stabilizacije.

Cilj programa kupnje vlastitih dionica jest smanjenje temeljnog kapitala izdavatelja ili ispunjenje obveza koje proizlaze iz dužničkih financijskih instrumenata koji su zamjenjivi u vlasničke instrumente i programa dioničkih opcija za zaposlenike ili drugih raspodjela dionica zaposlenicima izdavatelja ili povezanog društva. Prema čl. 4. Pravilnika svi detalji o programu moraju biti objavljeni, kao i sve naknadne promjene. Detalji moraju sadržavati najmanje podatke o svakoj transakciji provedenoj u okviru programa kupnje vlastitih dionica, uključujući i podatke o dionicama koje su kupljene, ukupnom broju kupljenih dionica, dan i vrijeme kad su izvršene pojedine transakcije, cijenu u transakciji, te podatke o investicijskim društvima, odnosno kreditnim institucijama koje su posredovale u transakcijama.

Čl. 5. Pravilnika određuje da cijena kupljenih vlastitih dionica u navedenom programu ne smije biti veća od najveće cijene po kojoj su dionice kupljene u zadnjoj neovisnoj transakciji i cijene najviše trenutne neovisne ponude na mjestu trgovanja na kojem se provodi kupnja. Što se tiče dnevnog volumena kupnje dionica u programu, istim je člankom određeno da ne smije prelaziti 25% prosječnog dnevnog volumena trgovanja za te dionice na mjestu trgovanja na kojem se provodi kupnja. U slučaju niske likvidnosti dnevni volumen može prijeći gore navedeni prag

---

<sup>86</sup> Pravilnik o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta; NN 5/2009, 65/2018

dnevnog volumena trgovanja, ali ne smije biti veći od 50 % prosječnog dnevnog volumena trgovanja na istom gore navedenom mjestu uz sljedeće uvjete: izdavatelj mora obavijestiti Agenciju i burzu o namjeri da pređe postotak te mora objaviti namjeru prelaska postotka od 25%, na isti način na koji je objavljen i program kupnje vlastitih dionica. Pravilnikom je također određen način izračuna dnevnog volumena trgovanja.

U vrijeme sudjelovanja u programu kupnje vlastitih dionica, izdavatelj ne smije:

- 1.) prodavati vlastite dionice za vrijeme trajanja ovog programa,
- 2.) trgovati vlastitim dionicama u vrijeme prije objave financijskih izvještaja u kojem je za izdavatelja ili članove uprave ili zaposlenike izdavatelja, Zakonom, pravilnikom ili pravilima uređenog tržišta zabranjeno stjecanje dionica društva,
- 3.) trgovati vlastitim dionicama u razdoblju u kojem je odlučio odgoditi javno objavljivanje povlaštene informacije sukladno ovlaštenju iz članka 461. Zakona o tržištu kapitala.<sup>87</sup>

Da se stabilizacija financijskih instrumenata ne bi smatrala zlouporabom potrebno je ispuniti uvjete rokova, odnosno da se stabilizacija može poduzeti samo u određenom vremenu te odgovarajuće mjere objave i izvješćivanja. Također su propisani posebni cjenovni uvjeti, kao i uvjeti pomoćne stabilizacije. Neki od uvjeta pomoćne stabilizacije su da upis i dodjela većeg broja relevantnih vrijednosnih papira (overallotment)<sup>88</sup> može biti proveden samo za trajanja roka upisa vrijednosnih papira i po cijeni iz ponude, zatim opcija pokrića upisa dodatnih vrijednosnih papira ne smije iznositi više od 15% od količine prvobitno ponuđenih vrijednosnih papira te je korisnici opcije pokrića upisa dodatnih vrijednosnih papira (greenshoe)<sup>89</sup> mogu je izvršiti samo kada su relevantni vrijednosni papiri bili dodatno upisani (overallotment).

Otkup vlastitih dionica i stabilizacija financijskih instrumenata provedeni protivno odredbama ovog pravilnika, smatrat će se zlouporabom tržišta samo ako su provedbom istih prekršene i

---

<sup>87</sup> Čl. 6. Pravilnika

<sup>88</sup> Mogućnost upisa dodatnih vrijednosnih papira (overallotment facility) znači klauzulu u sporazumu o pokroviteljstvu izdanja ili sporazumu o vođenju izdanja koja omogućuje prihvaćanje upisa ili ponuda za kupnju većeg broja relevantnih vrijednosnih papira od onoga koji je bio prvobitno ponuđen

<sup>89</sup> Opcija pokrića upisa dodatnih vrijednosnih papira (greenshoe option) znači opciju koju ponuditelj daje u korist investicijskih društava i/ili kreditnih institucija uključenih u ponudu radi pokrivanja upisa dodatnih vrijednosnih papira, temeljem koje ta društva i/ili institucije mogu kupiti do određenog iznosa relevantnih vrijednosnih papira po cijeni ponude tijekom određenog razdoblja nakon ponude relevantnih vrijednosnih papira.

odredbe o zabranama u vezi s povlaštenim informacijama ili odredbe o zabranama manipuliranja tržištem.<sup>90</sup>

#### 4.3 PRAVNE POSLJEDICE NEDOPUŠTENOG STJECANJA I RASPOLAGANJA VLASTITIM DIONICAMA

Stjecanje vlastitih dionica jest pravni institut koji je u načelu zabranjen radi očuvanja dva temeljna načela društva, a to su načelo unosa i očuvanja temeljnog kapitala. Ipak, zakon dopušta u određenim iznimnim situacijama društvu stjecanje vlastitih dionica. Zbog specifičnosti spomenute pravne situacije, zakonodavac pomno uređuje pitanje zlouporabe bilo kakvog stjecanja ili raspolaganja vlastitim dionicama.

Za razumijevanje pravnih posljedica koje proizlaze iz nedopuštenog pravnog stjecanja vlastitih dionica važno je istaknuti kako se stjecanje dionica zasniva na dvije pravne osnove, odnosno dva pravna posla. Prvi pravni posao koji se sklapa jest obveznopравни posao između stjecatelja i dotadašnjeg imatelja dionica kojim se stvara obveza prijenosa (titulus), a drugi jest sami posao prijenosa, odnosno raspolaganja (modus). Prema općem pravilu Zakona o obveznim odnosima<sup>91</sup> (dalje u tekstu: ZOO) postupanje protivno prisilnom propisu ima za posljedicu ništetnost pravnog posla, ako zakon ne određuje nešto drugo. ZTD određuje nešto drugo, a to je da ništetnost jednog pravnog posla ne povlači za sobom nužno ništetnost i drugog. Time se pridonosi pravnoj sigurnosti, omogućuje nesmetano djelovanje financijskog tržišta i pruža mogućnost da društvo stekne vlastite dionice i u nekim slučajevima kad je to za njega korisno, a nisu propisani Zakonom.<sup>92</sup> Navedeno se odnosi na slučaj kada je ugovor o prijenosu suprotan prisilnim propisima, taj pravni posao jest ništetan, ali je prijenos, odnosno stjecanje dionica valjano. Štoviše, kad je zabrana upućena samo jednoj ugovornoj strani, posao protivan zabrani je valjan, ako Zakon ne predviđa što drugo (čl. 322. st. 2. Zakona).<sup>93</sup>

Sudska praksa prije izmjene ZTD-a 2007. godine donosi odluke koje se temelje na shvaćanju da ništetnost jednog ugovora povlači ništetnost drugog, odnosno da je prijenos dionica nevaljan ako je obveznopравни ugovor o prijenosu protivan zakonskim kogentnim normama.<sup>94</sup> Sud koji je prvi donio ispravnu presudu bio je Vrhovni sud Republike Hrvatske koji je našao utemeljenje

---

<sup>90</sup> Čl. 1. st. 2. Pravilnika

<sup>91</sup> Zakon o obveznim odnosima, NN 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21

<sup>92</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 719.

<sup>93</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 720.

<sup>94</sup> Presuda Visokog trgovačkog suda br. 3/2003., posl. br. Pž- 1875/01, od 24. travnja 2001., dostupna na <https://www.iusinfo.hr/sudska-praksa>

u tome da jednostrana zabrana ne čini ugovor o prijenosu dionica ništetnim, pa tako ni stjecanje dionica.<sup>95</sup>

Nakon izmjene ZTD-a kada je u zakon izričito stavljena odredba da je stjecanje protivno zakonu valjano, iako je obveznopravni posao o prijenosu ništetan, sudovi više nisu imali utemeljenja za donošenje presuda koje se protive toj zakonskoj odredbi.

No, valjanost pravnog posla ne znači sama po sebi da nema drugih pravnih posljedica. Prema ZOO-u u slučaju ništetnosti pravnog posla svaka je strana dužna vratiti drugoj ono što je primila na temelju ništavog posla. Sudskim putem to se traži kondikcijom, a to pravo zastarijeva u roku od pet godina od dana sklapanja tog posla. Nema li društvo vlastite dionice koje je steklo na nedopušten način, mora dioničaru isplatiti njihovu protuvrijednost u novcu prema vrijednosti dionice u vrijeme donošenja sudske odluke (čl. 323. st. 1. Zakona o obveznim odnosima).<sup>96</sup>

Ostali slučajevi u kojima je stjecanje vlastitih dionica nedopušteno dijelimo na one koje su stečene upotrebom sredstava koja za to nisu dopuštena i one kada je stečeno više dionica nego što je dopušteno.

To su:

- a) kad se dionice stječu bez odluke glavne skupštine, a nije riječ o onima koji su izričito propisani Zakonom,
- b) kad nisu ispunjeni uvjeti za stjecanje propisani za pojedina dopuštena stjecanja izričito navedena u Zakonu,
- c) kad se dionice ne stječu upotrebom sredstava koja propisuje zakon,
- d) kad se stječe više dionica od onog što je propisano Zakonom.<sup>97</sup>

Za prva tri slučaja nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica nastaje obveza društvu da otuđi tako stečene dionice u roku od godine dana od dana kada ih je steklo za svaku dionicu pojedinačno. U posljednjem slučaju, odnosno u slučaju kada društvo stekne dionice na dopušten način, ali

---

<sup>95</sup> Presuda Vrhovnog suda Republike Hrvatske, br. 1/2003., predmet II Rev-176/00, od 21. studenog 2002., dostupna na [www.vsrh.hr](http://www.vsrh.hr)

<sup>96</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 724.

<sup>97</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 716.



više od dozvoljenog, rok za otuđenje tako stečenih dionica (naravno samo dijela koji prelazi zakonom određen limit) jest nešto dulji, a on iznosi tri godine od dana kada ih je društvo steklo.

Društvo tako stečene dionice ne smije otuđiti na besplatan način ili ispod cijene koja se može postići na tržištu. Propusti li društvo otuđiti dionice kako je to propisano, mora ih povući (čl. 236. st. 3. Zakona).<sup>98</sup> Za povlačenje vlastitih dionica nije propisan poseban rok, niti istek roka za otuđenje isključuje pravo društva da otuđi dionice i kada nastupi vrijeme za njihovo povlačenje. Time se samo želi prisiliti društvo da ne drži svoje dionice osim u iznimnim slučajevima, a društvo ih se može riješiti na koji god način želi. S obzirom na to da se takve odluke mogu donijeti isključivo unutar društva, u slučaju ne postupanja na takav način članovi uprave, odnosno izvršni direktori, mogu odgovarati za štetu koju su svojim postupcima nanijeli dioničarima.

Iz izloženog pravnog režima proizlazi da Zakon stoji na stajalištu kako zakonska zabrana stjecanja dionica izvan slučajeva o kojima je bilo riječi i korištenjem za to sredstava koja nisu za to dopuštena nema kao posljedicu nevaljanost stjecanja, nego:

- a) obvezu otuđenja dionica u propisanim rokovima,
- b) odgovornost za prekršaj i
- c) eventualnu odgovornost članova uprave odnosno izvršnih direktora za štetu počinjenu društvu.<sup>99</sup>

S druge strane, aktivnosti koje se smatraju manipulacijom tržištem su utvrđene u Kaznenom zakonu<sup>100</sup> (dalje u tekstu: KZ) kao kazneno djelo zlouporabe tržišta kapitala. U slučaju počinjenja takvog djela, počinitelja će se kazniti kaznom zatvora od 6 mjeseci do 5 godina zatvora. Čl. 260. st. 2. KZ-a je također propisano da osoba koja je pribavila imovinsku korist velikih razmjera ili je drugome prouzročena šteta velikih razmjera će se kazniti kaznom zatvora u trajanju od jedne do osam godina. Kazneno djelo zlouporabe tržišta kapitala ne treba miješati s kaznenim djelom odavanja i neovlaštenog pribavljanja poslovne tajne za koje je propisana kazna zatvora do tri godine. Čl. 30. Uredbe su također predviđene sankcije za brojne prekršaje određene uredbom, za koje bi država članica morala nadležnom tijelu dati ovlast da ih izreče.

---

<sup>98</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 717.

<sup>99</sup> Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020), str. 719.

<sup>100</sup> NN 125/11, 144/12, 56/15, 61/15, 101/17, 118/18, 126/19, 84/21

Naravno, države članice mogu predvidjeti i dodatne administrativne sankcije i mjere osim onih koje su navedene u Uredbi, ali se Uredbom zahtijeva da nadležna tijela imaju ovlasti barem za mjere navedene u čl. 30. Uredbe.

## 5 ZAKLJUČAK

---

Temeljem prikazanog u ovome radu može se zaključiti da specifičnost pravne naravi stjecanja vlastitih dionica može biti vrijedan alat u sanaciji društva i dopuštenoj regulaciji financijskih tijekova društva. Istovremeno, taj isti institut može biti korišten u vrlo maliciozne svrhe, nakon čega mogu nastati teške posljedice, kako za oštećene treće, tako i za cjelokupno tržište kapitala.

Upravo iz tih razloga to pravno područje jest temeljito i strogo uređeno na nacionalnoj i međunarodnoj razini. U načelu vrijedi pravilo da je stjecanje vlastitih dionica zabranjeno, osim u iznimnim slučajevima. Iako se na prvu zakonske odredbe čine stroge, kada ih malo bolje proučimo možemo zaključiti da je stjecanje vlastitih dionica gotovo uvijek valjano. Naravno, to ne znači da nema drugih posljedica, kao što je dužnost društva otuđiti ili povući te dionice ako su stečene na način protivno propisima, ili odgovornost članova uprave za prekršaj ili eventualnu štetu. Ipak, zakonodavac ostavlja autonomiju društvu da uredi tu situaciju na način koji izabere dokle god izvrši cilj na koji ga zakonodavac prisiljava, a to je držanje vlastitih dionica samo u iznimnim slučajevima.

Što se tiče protuzakonitih aktivnosti u svrhu zlouporabe tržišta, primjećuje se da je zakonodavac puno stroži. Za kaznena djela kao što su raspolaganje povlaštenim informacijama, manipulacija tržišta te objava povlaštenih informacija, zakonodavac određuje kazne zatvora u trajanju od 8 godina u najgorem slučaju. I tu vidimo poseban tretman vlastitih dionica koje mogu biti izuzete od navedenih sankcija, ako njihovo stjecanje potpada pod uvjete i mjere određene Pravilnikom.

Analizirajući institut vlastitih dionica, a poglavito zlouporabu vlastitih dionica, nameće se zaključak da je ovo kompleksno pravno područje koje pribjegava posebnoj sustavnoj pravnoj regulativi unatoč brojnim tržišnim izazovima.

## 6 LITERATURA:

---

### Izvori pravne književnosti

- 1) Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Svezak I. - Dioničko društvo; Organizator (2020)
- 2) Čulinović-Herc E., Insider trading – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik pravnog fakulteta u Zagrebu, br. 3/2000
- 3) Eraković A.; Komentar zakona o trgovačkim društvima; Organizator (2008)
- 4) Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007. godine, Pravo i porezi, br. 3/2008.
- 5) Idžojić I.; Ulaganja u vlastite dionice i udjele, Računovodstvo i financije, br. 10/2002.,
- 6) Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, 2009.
- 7) Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu, br. 4/1999.
- 8) Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019)
- 9) Skerlev B., Buzatović Z., Stjecanje vlastitih dionica prema pravu RH, Pravo i porezi, br.4/2017.

### Zakonski propisi:

- 1) Kazneni zakon; NN 125/11, 144/12, 56/15, 61/15, 101/17, 118/18, 126/19, 84/21
- 2) Zakon o trgovačkim društvima; NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22

- 3) Zakon o obveznim odnosima; NN 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21
- 4) Zakon o tržištu kapitala; NN 65/18, 17/20, 83/21
- 5) Pravilnik o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta; NN 5/2009, 65/2018
- 6) Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta); SL L 173, 12.6.2014.; NN 65/2018

#### Sudska praksa:

- 1) Presuda Visokog trgovačkog suda br. 3/2003., posl. br. PŽ - 1875/01, od 24. travnja 2001.
- 2) Presuda Vrhovnog suda Republike Hrvatske, br. 1/2003., predmet II Rev-176/00, od 21. studenog 2002.

#### Internetske stranice:

- 1) Portal IUS- INFO: <https://www.iusinfo.hr/sudska-praksa>
- 2) Portal sudske prakse Vrhovnog suda Republike Hrvatske; [www.vsrh.hr](http://www.vsrh.hr)

