

Vlastite dionice

Topić, Katarina

Master's thesis / Diplomski rad

2024

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:199:060981>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-20**



Repository / Repozitorij:

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



PRAVNI FAKULTET SVEUČILIŠTA U ZAGREBU

VLASTITE DIONICE

Katarina Topić

Diplomski rad

Mentor: izv. prof. dr. sc. Tomislav Jakšić

Zagreb, rujan 2024.

Izjava o izvornosti

Ja, **Katarina Topić**, pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključiva autorica diplomskog rada te da u radu nisu na nedozvoljeni način korišteni dijelovi tuđih radova te da se prilikom izrade rada nisam koristila drugim izvorima do onih navedenih u radu.

Katarina Topić

SADRŽAJ

1. UVOD	1
2. POJAM I VRSTE DIONICA	2
2.1. Dionica kao dio temeljnog kapitala društva	2
2.2. Dionica kao skup članskih prava i obveza u dioničkom društvu.....	4
2.3. Dionica kao vrijednosni papir.....	5
3. VLASTITE DIONICE	6
4. SVRHA STJECANJA VLASTITIH DIONICA	6
5. STJECANJE VLASTITIH DIONICA.....	13
6. NEDOPUŠTENO STJECANJE DIONICA.....	22
7. RIZICI PRI STJECANJU VLASTITIH DIONICA	23
7.1. Erozija garantne funkcije temeljnog kapitala	24
7.2. Ugrožavanje interesa vjerovnika društva	24
7.3. Ugrožavanje podjele nadležnosti između organa društva i utjecaj na dioničku strukturu	25
7.4. Ugrožavanje načela zabrane diskriminacije	26
7.5. Opasnosti za tržište kapitala	26
8. TRGOVANJE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA NA TEMELJU POVLAŠTENIH INFORMACIJA (TRGOVANJE UPUĆENIH).....	27
9. ZAKLJUČAK	29
LITERATURA.....	30

1. UVOD

Zakon o trgovačkim društvima¹ (dalje: ZTD) predstavlja glavni propis koji regulira djelovanje dioničkih društava. Iako sam pojam dionice nije izričito definiran zakonom, njegove glavne značajke jasno su vidljive kroz zakonske odredbe.

Svjetska tržišta sredinom sedamdesetih i početkom osamdesetih godina dvadesetog stoljeća uvode brojne financijske inovacije. Financijske inovacije su tržišne usluge koje za korisnika predstavljaju novinu, a čine ih određeni financijski instrumenti ili financijski tokovi. Veliku popularnost stječe institut otkupa vlastitih dionica koji je predstavljao popularnu metodu stvaranja novčanih tokova poduzeća.²

Vlastite (trezorske) dionice su dionice koje nakon izdavanja stekne dioničko društvo koje ih je i izdalo.³ Zakonom su propisane određene posebnosti za dionice koje stekne dioničko društvo koje ih je i izdalo i ta pravila se odnose na njih sve dok ih društvo drži. Stjecanjem tih dionica od treće osobe, posebno stanje prestaje i na dionice se više ne primjenjuju pravila za vlastite dionice.

Cilj ovog rada je obraditi institut vlastitih dionica, pravnih i financijskih aspekata njihovog stjecanja te analizirati motivacije i posljedice koje ova praksa nosi. Također će se objasniti specifičnosti hrvatskog zakonodavstva u vezi s otkupom vlastitih dionica.

¹Zakon o trgovačkim društvima, Narodne Novine 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, 114/22, 18/23, 130/23.

² Dabić S., Penavin S.; Otkup vlastitih dionica kao strateška odluka poduzeća, Ekonomski vjesnik, vol. XVIII, br. 1-2, 2005, str. 67.

³ Idžojtić I.; Ulaganja u vlastite dionice i udjele, Računovodstvo i financije, br. 10/2002, str. 32.-33.

2. POJAM I VRSTE DIONICA

Društva su privatnopravna udruženja osoba stvorena pravnim poslom radi postizanja određene svrhe.⁴ Prema osnovnim karakteristikama, društva se općenito dijele na društva osoba i društva kapitala. Društva kapitala imaju temeljni kapital, odnosno propisan je određeni kapital koji je potreban kako bi se društvo osnovalo. Temeljni kapital u pravilu čini imovina članova društva koje su oni unijeli u društvo na ime uplate uloga čime je takva imovina postala imovina društva.⁵ Temeljni kapital dioničkog društva podijeljen je na dionice.⁶ U našem pravnom sustavu se ne određuje pojam dionice, što je slično praksi u drugim pravnim sustavima. Naime, nije uobičajeno da zakon definira pojam dionice. Definicija dionice se obično izvodi iz zakonskih odredbi koje se odnose na dionička društva. Na temelju tih odredbi pravna literatura određuje pojam dionice, čime se izbjegava opasnost od pogrešaka koje su gotovo neizbježne kada se pokušava dati zakonska definicija.⁷ Dakle, dionica je vrijednosni papir koji izdaje dioničko društvo, a iznosi na dio temeljnoga kapitala društva i imatelju dionice daje pravo članstva u društvu, tj. prava i obveze koji iz toga članstva proizlaze.

Iz toga slijedi da se na dionicu mora gledati kao na:

- dio temeljnoga kapitala društva,
- skup članskih prava i obveza imatelja dionice,
- vrijednosni papir.⁸

Navedena značenja pojma dionice nisu međusobno suprotstavljena, nego u sintetičkom smislu čine sadržaj jedinstvenoga pojma dionice.⁹

2.1. Dionica kao dio temeljnog kapitala društva

Temeljni kapital je računovodstvena kategorija, utvrđena statutom društva, u poslovnim knjigama kao pasiva koja se navodi i u sudskom registru. Imovina društva, koja čini aktivu, može biti veća ili manja od temeljnog kapitala. Najmanji iznos temeljnog kapitala je u novcu izražen garancijski kapital društva određen njegovim statutom.¹⁰ Minimalni iznos temeljnog kapitala dioničkog društva u Republici Hrvatskoj iznosi 25.000,00 eura.¹¹ Temeljni kapital dioničkog društva podijeljen je na dionice pri čemu svaka dionica predstavlja razmjerni dio

⁴ Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019), str. 1.

⁵ *Ibid.* str. 11.

⁶ *Ibid.* str. 83.

⁷ Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Treće, izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Organizator (2005.), str. 42.

⁸ *Ibid.* str. 43.

⁹ Parać Z.; Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara, Pravo u gospodarstvu, 2009., str. 109.

¹⁰ Maurović L.; Stjecanja vlastitih dionica, Financije i porezi, 2005., str. 119.

¹¹ Članak 162. ZTD-a

temeljnog kapitala. Pri izdavanju dionica s nominalnim iznosom, zbroj njihovih nominalnih iznosa mora odgovarati ukupnom iznosu temeljnog kapitala dioničkog društva. Ako se pak izdaju dionice bez nominalnog iznosa, zbroj iznosa temeljnog kapitala koji otpada na sve tako izdane dionice mora odgovarati iznosu temeljnog kapitala.

Iz toga proizlazi da se mogu izdati dionice s nominalnim iznosom ili bez nominalnog iznosa. Dioničko društvo može slobodno izabrati koju će vrstu dionica izdati, ali ne može imati obje vrste dionica istovremeno.¹² Izdavanje dionica bez nominalnog iznosa može olakšati djelovanje dioničkog društva i provođenje određenih poslovnih transakcija. Time se olakšava povećanje i smanjenje temeljnog kapitala jer se izbjegava potreba da se njihov nominalni iznos (budući da ga kod dionica bez nominalnog iznosa nema) usklađuje s promjenama temeljnog kapitala. Društvo pri izdavanju dionica s nominalnim iznosom mora poštovati pravila o minimalnom iznosu na koji dionica može glasiti, ali ti iznosi ne moraju biti jednaki. Ako se izdaju dionice bez nominalnog iznosa, svaka od njih mora otpadati na jednaki dio temeljnoga kapitala društva.¹³ ZTD propisuje da nominalni iznos dionice ne može biti manji od 1,00 eura, a u slučaju da su veći od 1,00 eura moraju biti izraženi cijelim brojem.¹⁴ Nominalni iznos dionice ne treba izjednačavati s njezinom tržišnom vrijednošću. Tržišna vrijednost dionice može biti veća, manja ili jednaka od nominalnog iznosa na koji dionica glasi, odnosno od iznosa temeljnog kapitala koji na nju otpada, ako je riječ o dionici bez nominalnog iznosa. Promjenom tržišne vrijednosti dionica, ne mijenja se njezin nominalni iznos, odnosno iznos temeljnog kapitala koji na nju otpada, ako je riječ o dionici bez nominalnog iznosa. Dakle, razlikujemo nominalni iznos dionice i tržišnu vrijednost dionice. Uz ta dva pojma imamo i iznos za koji se dionica izdaje. Iznos za koji se dionica izdaje je iznos koji netko mora za dionicu platiti da bi ju stekao, odnosno da bi postao dioničar prilikom osnivanja društva ili povećanja njegova temeljnog kapitala. Dionica se može izdati za iznos na koji glasi (nominalni iznos), odnosno za iznos temeljnog kapitala koji na nju otpada ili za iznos koji je viši od nominalnog, odnosno od iznosa temeljnog kapitala koji se na nju odnosi. Izdavanje dionica za iznos koji je viši od iznosa temeljnog kapitala koji na nju otpada naziva se izdavanjem *super pari*. *Agio* označava razliku između nominalne vrijednosti dionica i iznosa za koji se dionica izdaje. Ta razlika ne čini temeljni kapital društva već se unosi u kapitalnu dobit, ulazi u imovinsku masu društva i ostaje u društvu te čini njegov vlastiti kapital. Zabranjeno je izdavanje dionica ispod pari, tj. dionica se ne smije izdati za iznos koji je manji od nominalnog, odnosno za iznos koji je niži od iznosa

¹² Petrović S., Ceronja P., *op. cit.*, (bilj. 4), str. 83.

¹³ *Ibid.* str. 84.

¹⁴ Članak 163. stavak 2. i 4. ZTD-a

temelnog kapitala koji otpada na dionicu. Kad bi takvo izdavanje bilo dozvoljeno u društvo se ne bi unijela vrijednost imovine koja odgovara vrijednosti temeljnog kapitala.¹⁵

2.2. Dionica kao skup članskih prava i obveza u dioničkom društvu

Dionica označava članstvo u dioničkom društvu. Ona predstavlja skup prava i obveza koje pripadaju imatelju dionice, a stječu se preuzimanjem obveze uplate određene kvote temeljnog kapitala društva ili stjecanjem dionice od nekoga tko je prethodno preuzeo tu obvezu. Položaj člana dioničkog društva se određuje prema dijelu temeljnog kapitala koji čini dionicu, a ne prema osobi člana. Dioničar, kao član dioničkog društva, stječe dionicu koja predstavlja skup prava i obveza, a ta su prava i obveze propisani zakonom i statutom.¹⁶

Članska prava dijele se na upravljačka i imovinska.

Npr. upravljačka prava su:

- a) pravo na sudjelovanje u glavnoj skupštini društva uključujući i pravo na raspravljanje,
- b) pravo na obaviještenost,
- c) pravo glasa,
- d) pravo na pobijanje odluka glavne skupštine.

Npr. imovinska prava su:

- a) pravo na isplatu dividende,
- b) pravo na plaćanje naknade za ispunjenje dodatnih obveza prema društvu,
- c) prvenstveno pravo upisa novih dionica društva,
- d) pravo na isplatu dijela sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva u slučaju njegova smanjenja,
- e) pravo na isplatu ostatka likvidacijske i stečajne mase društva,
- f) pravo vanjskog dioničara na primjerenu naknadu i otpremninu te drugih dioničara u slučajevima propisanim Zakonom.¹⁷

Članstvo u društvu obuhvaća i obveze dioničara. Glavna obveza dioničara je da se društvu uplati ulog. Iznimno se statutom mogu odrediti i dodatne obveze. U dioničkom društvu nema obveze dodatnih uplata. Statutom se može propisati da dioničari pored uplate u temeljni kapital moraju uz naplatu ili bez naplate ispuniti nenovčane činidbe, ako je za prijenos dionica

¹⁵ Petrović S., Ceronja P., *op. cit.*, (bilj. 4), str. 85.

¹⁶ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 59.

¹⁷ *Ibid.* str. 59.

potrebna suglasnost društva.¹⁸ Ispunjenje činidbe koja se time nalaže ne smije biti u novcu, ali može biti naplatno ili besplatno. Prijenosom dionice na stjecatelja prelaze i te obveze. Dioničar je obavezan prema društvu nastupati lojalno kao i prema drugim dioničarima.¹⁹

Dionica je nedjeljiva.²⁰ Ta odredba zakona ima dva značenja; po jednom nedjeljivost dionice znači da ona nominalno glasi na dio temeljnog kapitala koji se ne može dijeliti na manje dijelove iste dionice, a po drugome da glede prava i obveza koji iz nje proizlaze prema društvu čini cjelinu. To znači da se prava iz dionice ne mogu razdvajati tako da iz iste dionice različite osobe imaju npr. pravo glasa i pravo sudjelovanja u dobiti društva. Kada na jednoj dionici ima više ovlaštenika, oni su za obveze odgovorni kao solidarni dužnici, a prava iz dionice mogu ostvarivati samo preko zajedničkog zastupnika.²¹

2.3. Dionica kao vrijednosni papir

U dionici su, kao vrijednosnom papiru, sadržana članska prava i obveze dioničara. Prijenosom dionice kao vrijednosnog papira prenose se i članska prava i obveze. Da bi dionica imala obilježje vrijednosnog papira mora biti ili u obliku isprave o dionici ili u obliku elektroničkog zapisa u računalnom sustavu Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (dalje: SKDD). SKDD je pravna osoba koja obavlja poslove u svezi s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima. To je središnji registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira, tj. mjesto na kojem se u obliku elektroničkih zapisa bilježe podaci o izdavateljima, vrijednosnim papirima i imateljima tih vrijednosnih papira.²² U Hrvatskoj postoje tri oblika dionica: dionice za koje su izdane isprave o dionicama, dionice u obliku elektroničkog zapisa na računu vrijednosnih papira u računalnom sustavu SKDD-a i dionice za koje nisu izdane isprave o dionicama niti su one zabilježene elektroničkim zapisima u računalnom sustavu SKDD-a. Ako za dionicu nije izdana isprava o dionici i ako dionica nije zabilježena u sustavu SKDD-a, ona je i dalje dio temeljnog kapitala koji daje prava i nameće obveze, ali nije vrijednosni papir.²³ Kroz povijest, mnoga dionička društva nisu izdala isprave o dionicama niti su dionice bile zabilježene u sustavu SKDD-a. To se dogodilo zbog troškova izdavanja isprava i zbog nedovoljne razvijenosti sustava SKDD-a koja je sprječavala unos svih dionica u računalni sustav. Umjesto toga, dionice su bile zabilježene u registrima dionica dioničkih društava. Iako

¹⁸ Članak 218. ZTD-a

¹⁹ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 62.

²⁰ Članak 163. ZTD-a

²¹ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 63.

²² Petrović S., Ceronja P., *op. cit.*, (bilj. 4), str. 85.

²³ *Ibid.* str. 85.-86.

jednako valjane kao dionice izdane u obliku isprave ili one zabilježene u SKDD-u, takve se dionice mogu prenositi samo cesijom (ustupom) jer nemaju svojstvo vrijednosnog papira.²⁴

3. VLASTITE DIONICE

Vlastite ili trezorske dionice (eng. *own shares, treasury shares*) su dionice koje nakon izdavanja stekne dioničko društvo koje ih je i izdalo. Takvo stjecanje može biti motivirano sprječavanjem neprihvatljivih i neprijateljskih preuzimanja na tržištu kapitala, omogućavanjem ostvarivanja postojećih prava na kupnju ili konverziju u redovne dionice, realiziranjem poslovnih spajanja i pripajanja, sprječavanjem daljnjeg pada njihove vrijednosti na tržištu i sl.²⁵ Vlastite dionice nisu vrsta dionica ni rod dionica. To je samo naziv za dionice koje u određenom trenutku drži samo društvo. Takve dionice su posebno uređene zakonom zbog važnosti dva načela dioničkog prava: načela unosa temeljnog kapitala i načela očuvanja unesenog kapitala.²⁶

ZTD izrijekom određuje da prava iz vlastitih dionica miruju.²⁷ Vlastite dionice za vrijeme dok ih drži samo društvo ne daju nikakva prava te se ta prava iznova aktiviraju kada ih steknu druge osobe.²⁸ Kada prava iz dionice za to vrijeme ne bi mirovala, pravo glasa i pravo pobijanja odluke glavne skupštine imala bi uprava, čime bi se poremetio odnos uprave i glavne skupštine. Suspendiranjem prava glasa iz dionica stečenih od društva mijenja se struktura glasova, smanjuje se ukupan broj glasova i relativno povećava udio drugih dioničara.²⁹

4. SVRHA STJECANJA VLASTITIH DIONICA

Sedamdesetih i osamdesetih godina prošlog stoljeća svjetska tržišta su uvela brojne financijske inovacije među kojima je veliku popularnost stekao otkup vlastitih dionica.³⁰ Ova praksa omogućava poduzećima da otkupe svoje dionice, što može povećati vrijednost preostalih dionica i također osigurati dodatne novčane tokove za dioničare koji nisu prodali svoje dionice poduzeću.³¹

²⁴ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 70.

²⁵ Idžojtić I., *op. cit.*, (bilj. 3), str. 32.-33.

²⁶ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 404.

²⁷ Članak 235. ZTD-a

²⁸ Petrović S., Ceronja P., *op. cit.*, (bilj. 4), str. 96.

²⁹ Maurović L., *op. cit.*, (bilj. 10), str. 122.

³⁰ Dabić S., Penavin S., *op. cit.*, (bilj. 2), str. 67.

³¹ *Ibid.* str. 67.

Svrha stjecanja vlastitih dionica počiva na ostvarenju niza strateških i financijskih ciljeva koje poduzeće nastoji ostvariti. Neki od važnijih razloga zbog kojih društvo stječe vlastite dionice su:

- stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na kapitalnu³² strukturu društva,
- stjecanje vlastitih dionica radi korekcije ili održavanja tržišnog tečaja (tržišne cijene) dionica,
- stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na dioničarsku³³ strukturu.³⁴

Stjecanje vlastitih dionica koristi se i radi postizanja drugih pravnih i poslovnih ciljeva pri statusnim promjenama, prigodom povezivanja putem stjecanja međusobnih udjela, radi davanja otpremnine vanjskim dioničarima u postupku stvaranja koncerna, pri iskorištavanju razlika u cijenama dionica na različitim tržištima itd.³⁵

Stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na kapitalnu strukturu društva

Strukturom kapitala smatra se kombinacija različitih vrijednosnih papira kojima se poduzeće koristi za pribavljanje kapitala koji se koristi za financiranje svojih ulaganja. Struktura kapitala predstavlja omjer vlastitog kapitala i dugoročnih (ponekad i kratkoročnih) obveza unutar ukupnog kapitala i obveza poduzeća.³⁶

U slučaju kada se društvu ne nudi nikakav isplativi investicijski projekt, a ono u isto vrijeme raspolaže slobodnim sredstvima, društvo može samostalno raspolagati svojim tekućim sredstvima ili ih prepustiti svojim dioničarima putem isplate dividende. Također, ta sredstva mogu donijeti korist dioničarima kroz otkup vlastitih dionica. Odluka o tome kako će dioničarima isplatiti slobodna sredstva često ovisi o propisanim stopama poreza. Ako je porez na dividendu viši od poreza za kapitalnu dobit, stjecanje vlastitih dionica bit će pogodno i za dioničara i za dioničko društvo. Porez na dividendu iznosi 12%, a porez na dohodak od kapitala po osnovi dodjele ili opcijske kupnje vlastitih dionica plaća se po odbitku, po stopi od 24%.³⁷

³² **Kapitalna struktura** se mijenja kad stjecanje vlastitih dionica utječe na omjer između dugovanja i vlastitog kapitala. Detaljno objašnjeno u podnaslovu - Stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na kapitalnu strukturu društva.

³³ **Dioničarska struktura** se mijenja kod stjecanja vlastitih dionica kada od svakog postojećeg dioničara nije stečen onaj broj dionica koji je razmjern ukupnom broju dionica koji određeni dioničar drži. Detaljno objašnjeno u podnaslovu - Stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na dioničarsku strukturu.

³⁴ Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu 4/1999., str. 594.-603.

³⁵ *Ibid.* str. 602.-603.

³⁶ Vidučić, L.; Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, 2001., str. 784.

³⁷ Ministarstvo financija, porezna uprava, https://www.porezna-uprava.hr/pozivni_centar/Stranice/dohodak-od-kapitala-po-osnovi-dodjele-ili-opcijske-kupnje-vlastitih-dionica.aspx, pristupljeno: 2.7.2024.

U ovom kontekstu, to znači da će društvo koje isplaćuje dividende ili ostvaruje kapitalnu dobit automatski zadržati i uplatiti porez na dividendu ili kapitalnu dobit poreznoj upravi, a primatelju će biti isplaćen iznos dobiven nakon odbitka poreza. Također, na isplatu dividende tržište može reagirati odgovarajućim padom vrijednosti dionice. Pad vrijednosti dionica nakon isplate dividende obično odražava smanjenje vrijednosti društva zbog isplate novca dioničarima, što dovodi do pada tržišne cijene dionica. Ova prilagodba cijene je očekivana jer odražava promjene u imovini i kapitalnoj strukturi društva. Stjecanje vlastitih dionica je alternativa isplati dividende i omogućuje svakom pojedinom dioničaru da sam odluči hoće li uopće dionicu prodati ili će njenim držanjem nastojati ostvariti veći prinos u budućnosti.³⁸ Stjecanje vlastitih dionica može također uzrokovati pad vrijednosti dionica, osobito ako društvo otkupljuje dionice zbog briga o svojoj financijskoj stabilnosti. Takvo ponašanje može tržištu signalizirati da nešto nije u redu što će dovesti do pada tržišne cijene dionica.

Cilj dioničkih društava je održavanje stalne vrijednosti dividende. Dakle, nije im u cilju ni naglo povećavanje, ni naglo smanjivanje, bez obzira na promjene dobiti društva. Tržište reagira na sve promjene dividende, što bi moglo dovesti do varijacija tečaja dionica. Iako tržište može pozitivno reagirati na povećanje dividende, smanjenje dividende pri sljedećoj isplati može povećati nepovjerenje ulagatelja u stabilnost društva. Održavanje stalne vrijednosti dividende pomaže društvu u očuvanju povjerenja ulagatelja, smanjenju promjena u cijeni dionica i održavanju stabilnih odnosa s dioničarima. Također, signalizira tržištu da društvo ima stabilne financijske temelje i dugoročnu strategiju.³⁹

Nadalje, ulagatelji s visokim kratkoročnim očekivanjima u pogledu povrata uloženog kapitala mogu ostvariti svoje ciljeve prodajom dionica društvu, dok oni čija su očekivanja dugoročna, ali manja, zadržavaju dionice. Dioničar se ne može odreći dividende u korist kapitalnog povećanja vrijednosti dionice i zato takav stupanj fleksibilnosti nije moguće postići putem dividende kao kod instituta stjecanja vlastitih dionica.⁴⁰

Stjecanje vlastitih dionica radi korekcije ili održavanja tržišnog tečaja (tržišne cijene) dionica

Često dionička društva stječu vlastite dionice jer različitim analizama dođu do zaključka da su dionice krivo procijenjene na financijskom tržištu. Burza ponekad ne uspije adekvatno

³⁸ Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Zbornik radova drugog skopsko-zagrebačkog pravnog kolokvija, 2009. str. 76.

³⁹ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 594.

⁴⁰ *Ibid.* str. 594.

procijeniti vrijednost dionica zbog faktora koji nisu ekonomski ili financijski.⁴¹ Stjecanjem vlastitih dionica, dioničko društvo šalje tržištu signal koji privlači pozornost ulagatelja, sugerirajući da je stvarna vrijednost dionica društva viša od trenutne cijene na tržištu. Takvi postupci moraju biti utemeljeni na ekonomskom stanju, uspjehu društva i na informacijama kojima tržište možda ne raspolaže, a društvo da.⁴² Nakon stjecanja dionica, društvo može zadržati otkupljene dionice i kasnije ih ponovno prodati kada se tečaj oporavi, ostvarujući tako izvanredni prihod.⁴³ Iako je zakonom zabranjeno stjecanje vlastitih dionica isključivo u svrhu trgovanja i ostvarivanja dobiti, poduzeće može zadržati otkupljene dionice i kasnije ih prodati kada se tržišna cijena oporavi, sve dok prvotna namjera nije bila ostvarivanje dobiti otkupom i ponovnom prodajom.⁴⁴

Stjecanje vlastitih dionica kao instrument utjecaja na dioničarsku strukturu

Prema načelu jednakog položaja⁴⁵, društvo mora ponuditi otkup dionica svim dioničarima pod istim uvjetima. To znači da, pri otkupu vlastitih dionica, društvo mora omogućiti svakom dioničaru prodaju dionica proporcionalno njihovom udjelu, čime se održava ravnoteža među dioničarima. Iako je društvo dužno ponuditi otkup dionica svim dioničarima pod istim uvjetima, to ne znači da će svi prihvatiti ponudu. U slučaju kada je stjecanje vlastitih dionica obavljeno na način da od svakog postojećeg dioničara nije stečen onaj broj dionica koji je razmjernan ukupnom broju dionica koji određeni dioničar drži, dioničarska struktura će se promijeniti i međusobni omjeri udjela između dioničara više neće biti jednaki onima prije stjecanja vlastitih dionica.⁴⁶ Dioničarska struktura ostaje jednaka kada društvo od svakog dioničara preuzme onaj broj dionica koji je razmjernan ukupnom broju dionica koji taj određeni dioničar drži. Dionice koje dioničko društvo drži miruju, iz njih ne proizlaze nikakva prava i odnos snaga među dioničarima ostaje isti. Iz navedenog se može zaključiti da se institut stjecanja vlastitih dionica može koristiti kada društvo želi utjecati na dioničarsku strukturu. Najčešće situacije koje se javljaju su:

- preventivno onemogućavanje pokušaja neprijateljskog preuzimanja,
- sprječavanje neprijateljskog preuzimanja koje je u tijeku,
- eliminacija malih i / ili vanjskih dioničara,

⁴¹ *Ibid.* str. 596.

⁴² *Ibid.* str. 596.

⁴³ *Ibid.* str. 596.

⁴⁴ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 415.

⁴⁵ Članak 211. ZTD-a

⁴⁶ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 596.

- kapitalno povezivanje zaposlenih s društvom.⁴⁷

Preventivno onemogućavanje pokušaja neprijateljskog preuzimanja i sprječavanje neprijateljskog preuzimanja koje je u tijeku

Ovisno o reakciji uprave na ponudu preuzimatelja, razlikuju se prijateljska preuzimanja, gdje uprava podržava ponudu i predlaže dioničarima da je prihvate, te neprijateljska preuzimanja.⁴⁸ Neprijateljsko preuzimanje se događa kada jedno konkurentno društvo (preuzimatelj) pokušava preuzeti kontrolu nad drugim društvom (ciljano društvo) protiv volje uprave tog poduzeća. Onemogućavanje pokušaja neprijateljskog preuzimanja dionica podrazumijeva različite strategije i mjere koje poduzeća koriste kako bi se zaštitile od neprijateljskog preuzimanja od strane drugog poduzeća ili ulagatelja. Protupreuzimateljske mjere mogu se podijeliti na preventivne i reaktivne. Preventivne mjere su dugoročne strategije koje uprava ciljnog društva provodi unaprijed, kako bi smanjila privlačnost društva za potencijalne preuzimatelje, uz prethodno odobrenje dioničara. S druge strane, reaktivne mjere se poduzimaju nakon što je neprijateljska ponuda već objavljena, i usmjerene su na odbijanje ili prilagodbu te ponude, često korištenjem financijskih, lobističkih ili pravnih sredstava.⁴⁹

Treće osobe, zbog jednostavnog načina stjecanja dionica, mogu i mimo volje društva preuzeti kontrolu nad njim. Često su namjere stjecanja dionica nekog društva suprotne interesima društva i postojećih dioničara. Društvo se može oduprijeti preuzimanju kroz izdavanje vinkuliranih dionica⁵⁰, dok u svim ostalim situacijama može djelovati posredno. Jedan od tih načina je stjecanje vlastitih dionica.

Preventivni učinak stjecanja vlastitih dionica postiže se putem povećavanja troškova transakcije za potencijalnog preuzimatelja jer će preuzimatelj na tržištu naći manju količinu dionica koje se nude za prodaju. Otkup vlastitih dionica poboljšava kapitalnu strukturu društva smanjenjem udjela duga. Također, može smanjiti troškove kapitala i bolje iskoristiti suvišna likvidna sredstva, jer smanjenje broja dionica u opticaju povećava udio preostalih dioničara u dobiti, dok višak novca investira u dionice umjesto da ostane neiskorišten.⁵¹

⁴⁷ *Ibid.* str. 597.

⁴⁸ Maurović, Ljiljana, Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava – razvoj regulative, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 54, br. 2 (2004), str. 385.

⁴⁹ Jurić D., Zubović A.; Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljanog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Vol. 30 No. 1, 2009., str. 300.

⁵⁰ **Vinkulacija** (njem. *Vinkulation*, prema lat. *vinculum*: okov) je ograničavanje ili sprječavanje korištenja određenih prava iz vrijednosnih papira. Vinkulacija dionica tako označava zabranu njihova prijenosa na temelju odredaba statuta određenoga dioničkoga društva.

⁵¹ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 597.

Ako je neprijateljsko preuzimanje već u tijeku, otkup vlastitih dionica može se koristiti kao sredstvo za suprotstavljanje preuzimanju samo ako je preuzimatelj stekao dionice društva, ali još nije stekao prevlast u odlučivanju. Naime, stjecanjem vlastitih dionica povećava se i preuzimateljev relativni udio pa se to sredstvo isplati samo kad je preuzimateljev udio marginalan. Povećanje udjela preuzimatelja može uzrokovati rast cijene dionica, što predstavlja neplanirani trošak i može dovesti preuzimatelja do razmišljanja o odustajanju od preuzimanja.⁵²

U Hrvatskoj su protupreuzimateljske mjere regulirane Zakonom o preuzimanju dioničkih društava (dalje: ZPDD).⁵³ Nakon objave obavijesti o preuzimanju i prije objave izvješća o preuzimanju, uprava i nadzorni odbor ciljnog društva ne smiju, bez odobrenja glavne skupštine, povećavati temeljni kapital, sklapati poslove izvan redovitog poslovanja, poduzimati radnje koje bi ozbiljno ugrozile daljnje poslovanje društva, odlučivati o stjecanju ili otuđivanju vlastitih dionica, te ometati ili onemogućavati ponudu za preuzimanje.⁵⁴ Dakle, protupreuzimateljske mjere su tehnički dopuštene sve dok se provode u skladu s važećim zakonodavstvom, odnosno nakon objave obavijesti o preuzimanju one zahtijevaju odobrenje glavne skupštine. Nakon objave obavijesti o preuzimanju, uprava društva više ne može poduzimati mjere bez odobrenja dioničara, čime uprava gubi mogućnost da spriječi preuzimanje.

Stjecanje vlastitih dionica radi eliminacije malih i vanjskih dioničara

Priprema i održavanje glavne skupštine, priprema, tiskanje i distribucija materijala koji se tiču donošenja odluka na glavnoj skupštini kao i svi drugi oblici komuniciranja s dioničarima, pravo dioničara na obaviještenost, isplata dividende, realizacija prvenstvenog prava dioničara u pogledu upisa novih dionica i ostale aktivnosti stvaraju za društvo trošak i nameću organizacijski napor. Takvi troškovi su nesrazmjerni veličini udjela koji dioničar ima u temeljnom kapitalu društva i jednaki su za svakog dioničara, neovisno o veličini njegovog udjela u temeljnom kapitalu. Dakle, u interesu društva može biti da ima manji broj dioničara jer se time posljedično smanjuju takvi troškovi. Objedinjavanjem malih individualnih skupina preko financijskih ili drugih ovlaštenih depozitarnih institucija smanjuju se troškovi obavještavanja i komunikacije s malim dioničarima i prebacuju se na financijske institucije.⁵⁵ Prebacivanjem prava na financijske institucije dolazi do smanjenja troškova za društvo, ali na

⁵² *Ibid.* str. 597.-598.

⁵³ Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13

⁵⁴ Članak 42. stavak 1. ZPDD-a

⁵⁵ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 599.

taj način se spaja i glasačka snaga koja može imati ključan utjecaj pri donošenju nekih odluka važnih za društvo. Veliki broj malih dioničara može imati presudnu ulogu pri donošenju odluka za koje je potrebna kvalificirana većina. Različitost mišljenja i interesa malih dioničara može spriječiti donošenje nekih odluka (npr. odluke o statusnim promjenama, odluke o spajanju i pripajanju) koje mogu biti u interesu društva. Zbog svega navedenog, društva često stjecanjem vlastitih dionica nastoje smanjiti broj dioničara. Time se smanjuju troškovi te uklanjaju potencijalne situacije gdje dioničari zbog inzistiranja na ostvarivanju svojih prava kočice provođenje poslovnih operacija.

Kod obiteljskih ili zatvorenih dioničkih društava stjecanjem vlastitih dionica osigurava se željena dioničarska struktura. Također, stjecanje vlastitih dionica koristi se za transformaciju društva koje je djelovalo kao javno društvo u zatvoreno odnosno privatno društvo.⁵⁶

Kapitalno povezivanje zaposlenih s društvom

Za djelovanje poduzeća su relevantna dva elementa: kapital i rad. Dioničar ostvaruje upravljačku funkciju i snosi gospodarski rizik, a naknadu za to dobiva kroz dividendu i povećanje vrijednosti imovine koje se odražava u povećanoj vrijednosti dionice. Zaposlenici u uspjehu poduzeća sudjeluju i doprinose radom, a kao naknadu za svoj rad primaju plaću temeljem ugovora o radu.

Sudjelovanje zaposlenih u dioničkoj strukturi društva javlja se prvenstveno zbog socijalnopolitičkih razloga. Budući da zaposlenici svojim radom sudjeluju u poslovnom pothvatu i doprinose uspjehu i rastu vrijednosti poduzeća, oni trebaju biti uključeni i u upravljanje društvom, a potom i sudjelovanjem u isplati dobiti. Na taj način će zaposlenici biti dodatno motivirani za rad.⁵⁷ Sudjelovanje zaposlenika u dioničkome kapitalu ostvaruje se putem neposredne ponude zaposlenicima ili na temelju *Stock-Option* plana. Neposredna ponuda zaposlenicima se odnosi na situaciju kada društvo direktno nudi dionice svojim zaposlenicima po nižoj cijeni od tržišne, čime zaposlenici mogu odmah kupiti dionice. S druge strane, *Stock-Option* plan daje zaposlenicima pravo, ali ne i obvezu, da kupe dionice društva po unaprijed dogovorenoj cijeni u budućnosti, obično uz vremenska ograničenja i uvjete. Oba pristupa imaju cilj uključiti zaposlenike u vlasništvo društva i uskladiti njihove interese s uspjehom društva.⁵⁸ Zaposlenici stječu pravo da nakon što se ostvare unaprijed određeni uvjeti i pod unaprijed utvrđenom cijenom, stječu dionice društva. Takve dionice društvo kreira novom

⁵⁶ *Ibid.* str. 600.-601.

⁵⁷ *Ibid.* str. 601.-602.

⁵⁸ *Ibid.* str. 602.

emisijom (npr. kroz povećanje temeljnog kapitala) ili ih stječe od postojećih dioničara kao vlastite dionice.⁵⁹

5. STJECANJE VLASTITIH DIONICA

Dionicu (odnosno članstvo u dioničkom društvu do kojeg se dolazi stjecanjem dionice) je moguće steći originarnim ili derivativnim putem.

Originarno stjecanje je stjecanje do kojeg dolazi u postupku osnivanja društva ili povećavanja njegovog temeljnog kapitala.

Derivativno stjecanje je stjecanje već ranije izdanih dionica koje stjecatelj od ranijeg imatelja kao svoga prednika pribavlja naplatnim ili besplatnim pravnim poslom. Takvo stjecanje obuhvaća dva pravna posla. Prvi je kauzalan i pridajemo mu obveznopravni i konsenzualan značaj (npr. ugovor o prodaji), a drugi ima samostalan i apstraktan karakter i služi samo ispunjenju prenositeljeve obveze iz prvog (npr. kroz indosament, ustup ili predaju).⁶⁰

Zbog zaštite načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala, stjecanje vlastitih dionica različito je uređeno od općenitog stjecanja dionica.⁶¹ Stjecanjem vlastitih dionica za koje još nije uplaćen nominalni iznos narušilo bi se načelo unosa temeljnog kapitala, dok bi se načelo očuvanja kapitala povrijedilo naplatnim stjecanjem vlastitih dionica ako se za vlastite dionice plaća viša cijena od tržišne. Također, načelo očuvanja bi se povrijedilo ako se dionice ne bi stjecale na teret dobiti, odnosno slobodnih rezervi.⁶²

Originarno stjecanje vlastitih dionica pravni poredak proglašava nedopuštenim. Odnosno, društvu je zabranjeno da upiše vlastite dionice prilikom osnivanja ili povećanja temeljnog kapitala.⁶³ Takva zabrana je ključna za očuvanje načela unosa temeljnog kapitala. U protivnom bi društvo bilo primorano samo sebi uplatiti sredstva koja još nisu bila osigurana, tj. temeljni kapital bi bio povećan, ali ne i uplaćen. Dakle, nužno je da određena sredstva društvu uplate treće strane (dioničari), koja će zatim biti korištena za poslovanje društva.

Kod derivativnog načina društvo ne upisuje vlastite dionice pri osnivanju ili povećanju temeljnog kapitala nego već ranije izdane dionice pribavlja naplatnim ili besplatnim putem od njihovog ranijeg imatelja. Gospodarski gledano, stjecanje vlastitih dionica derivativnim putem na neki način predstavlja povrat uloga. Odnosno, sredstva koja su dioničari uložili u društvo

⁵⁹ *Ibid.* str. 602.

⁶⁰ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 30), str. 590.

⁶¹ Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica prema pravu RH, Pravo i porezi, 2017., str. 86.

⁶² Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38),

⁶³ Članak 219. ZTD-a

kupnjom dionica vraćaju im se natrag kada društvo kupuje iste te dionice od dioničara, ako je tržišna vrijednost dionica jednaka ili veća od onoga što dioničari uložili kupnjom dionica. Kada bi se društvu dopustila potpuna sloboda kupnje vlastitih dionica, tada bi se radilo o prikrivenom vraćanju uloga dioničarima. Na taj način bi se smanjio temeljni kapital čije smanjenje nije u interesu vjerovnika društva, ali ni onih dioničara koji ne sudjeluju u otkupu vlastitih dionica.⁶⁴

Povijesno dogmatski i ekonomski razlozi protiv stjecanja vlastitih dionica originarnim putem su mnogo uvjerljiviji od razloga koji su korišteni za odbacivanje mogućnosti derivativnog stjecanja vlastitih dionica.⁶⁵ Zbog toga je dopušteno stjecanje vlastitih dionica isključivo derivativnim putem.

Zakon propisuje dva načina stjecanja vlastitih dionica: na temelju odluke glavne skupštine ili bez odluke glavne skupštine, ali samo ako postoji jedan od taksativno navedenih razloga. U slučaju da je stjecanje dionica provedeno protivno tome, stjecanje je valjano, ali obveznopravni posao o prijenosu dionica je ništetan.⁶⁶

Stjecanje vlastitih dionica pretpostavlja dva pravna posla; kauzalni (npr. ugovor o prodaji) i apstraktni (indosament⁶⁷, ustup⁶⁸, tradicija⁶⁹). Obveznopravni posao ne prenosi pravo automatski nego stvara obveze među stranama ugovora. Prvim poslom, prenositelj se tek obvezuje prenijeti na stjecatelja svoje dionice. Drugim poslom, prenositelj to upravo i radi. Dakle, da bi dionice bile prenesene na stjecatelja valjan mora biti posao prijenosa (indosament, ustup, tradicija). Slijedom navedenoga, za valjano stjecanje vlastitih dionica, nije potreban obveznopravni posao, već samo posao prijenosa.

Kod stjecanja vlastitih dionica temeljem odluke glavne skupštine, glavna skupština svojom odlukom upravi daje ovlast da stječe vlastite dionice i određuje uvjete pod kojima se dionice mogu steći, a posebno maksimalni broj dionica koje se imaju steći, vrijeme za koje je dana ovlast (najviše 5 godina) te cijena, odnosno najveća i najmanja vrijednost onoga što društvo za stjecanje dionica daje.⁷⁰ Ako nije drugačije utvrđeno statutom društva, odluka u glavnoj skupštini se donosi običnom većinom glasova. Razlog stjecanja se ne mora navoditi.⁷¹

⁶⁴ Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007., Pravo i porezi, 2008., str. 3.

⁶⁵ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 591.

⁶⁶ Članak 233. stavak 6. ZTD-a

⁶⁷ **indosament** je pravni institut, posebna izjava, kojom prenositelj (*indosant*) prenosi na stjecatelja (*indosatara*) vrijednosni papir i njime indosatar stupa u pravni položaj indosanta.

⁶⁸ **cesija** (lat. *cessio*: ustup, prijenos), u privatnom pravu, ustup ili prijenos otuđive tražbine, na osnovi ugovora, zakona ili sudske odluke, od strane jednog vjerovnika drugomu, tako da prijašnji vjerovnik prestaje to biti, a na njegovo mjesto stupa novi.

⁶⁹ **tradicija** (lat. *traditio*: predaja, predavanje) predstavlja predaju stvari, čin kojim se stjecatelju omogućuje faktična vlast nad stvari.

⁷⁰ Članak 233. stavak 1. ZTD-a

⁷¹ Skerlev B., Buzatović Z., *op. cit.*, (bilj. 61), str. 86.

Zbog različitih rizika vezanih za stjecanje vlastitih dionica, ZTD propisuje razna ograničenja i pravila:

1. Zabranjeno je originarno stjecanje vlastitih dionica (čl. 219. ZTD-a).

Zabranjeno je upisivanje vlastitih dionica pri osnivanju i pri povećanju temeljnog kapitala. Ovisno društvo ne smije preuzimati dionice vladajućega društva. Ovo se odnosi na situaciju u kojoj ovisno društvo pokušava kupiti dionice izdane izravno od strane vladajućeg društva. Također, društvo u kojem neki drugi subjekt ima većinski udio ne smije preuzimati dionice tog subjekta koji ima taj većinski udio. Ova zakonska ograničenja odnose se na stjecanje dionica unutar povezanih društava kako bi se spriječile zloupotrebe i sukobi interesa. Također, ona osoba koja pri osnivanju ili povećanju temeljnoga kapitala preuzme dionicu za račun društva, ovisnoga društva ili društva u kome postoji većinski udio ne može se pozivati na to da ih nije preuzela za svoj račun. Bez obzira na to kakav je dogovor postignut s društvom ili povezanim društvima, ta osoba ostaje odgovorna za uplatu punog iznosa uloga za dionicu.⁷² Usprkos zabrani originarnom stjecanju vlastitih dionica, uvijek postoji mogućnost da do takvog stjecanja dođe, pogotovo u slučajevima povećanja temeljnog kapitala ili u slučaju da treći preuzimaju dionice za račun društva. Upiše li sud takvo povećanje, upis je valjan. U tom slučaju, društvo vlastite dionice stečene na origiran način mora otuđiti u roku od godine dana od njihova stjecanja.⁷³

2. Dopušteno je derivativno stjecanje vlastitih dionica samo na temelju odluke glavne skupštine ili u slučaju ispunjenih taksativno određenih pretpostavki (čl. 233. st. 1. i 3. ZTD-a).

U slučaju da se vlastite dionice steknu bez odluke glavne skupštine i bez zakonskog temelja, takvo je stjecanje valjano, ali je obveznopravni posao koji je podloga stjecanja ništav.⁷⁴ Iako je osnovni pravni posao nevaljan, predmetne dionice formalno pripadaju stjecatelju. Kada to ne bi bilo propisano, nevaljani osnovni pravni posao sprječavao bi prijenos prava na stjecatelja i tako ga ni stjecatelj (odnosno, osoba na koju je to pravo trebalo biti preneseno) ne bi mogla valjano prenijeti dalje. Svaki daljnji prijenos bi bio bez učinka te bi svi kasniji stjecatelji bili ugroženi. Kasniji stjecatelji, čak i ako su u dobroj vjeri, ne bi mogli steći predmetno pravo ni originarno jer sustav obveznog prava, za razliku od sustava stvarnog prava, ne poznaje pravila o stjecanju od neovlaštenika. Također, takva situacija bi narušavala i ravnopravnost ugovornih strana. Prenositelj bi mogao i dalje ostvarivati svoje pravo koje je

⁷² Članak 219. stavak 3. ZTD-a

⁷³ Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38), str. 79.

⁷⁴ Članak 233. stavak 6. ZTD-a

stekao na temelju nevaljanog posla. U isto vrijeme, druga strana bi morala ostvarivati svoj zahtjev da joj se vrati ono što je dala kao protučinidbu temeljem takvog pravnog posla.⁷⁵

3. Pri stjecanju vlastitih dionica mora se poštivati načelo jednakog položaja dioničara (čl. 233. st. 2. ZTD-a).

Pod jednakim uvjetima dioničari imaju ravnopravan položaj u društvu.⁷⁶ Zakon propisuje obvezu poštivanja načela jednakog položaja dioničara pri stjecanju vlastitih dionica na temelju ovlasti glavne skupštine i njihovu raspolaganju. Načelo jednakog položaja dioničara ubraja se u temeljne postulate na kojima se zasniva dogmatika dioničkog društva te se mora primijeniti u svim situacijama u kojima bi moglo doći do objektivne diskriminacije članova društva, stoga i u slučajevima stjecanja vlastitih dionica na temelju zakonskih pretpostavki. Dakle, načelo jednakog položaja dioničara se primjenjuje u situacijama stjecanja vlastitih dionica na temelju ovlasti glavne skupštine i kada se vlastite dionice stječu neposrednotemeljem zakonskih razloga te pri njihovom raspolaganju. Cilj primjene načela jednakog postupanja kod stjecanja vlastitih dionica i pri raspolaganju njima je osigurati jednakost šansi, a ne jednakost rezultata.⁷⁷

Jednakost šansi kod stjecanja vlastitih dionica znači da svim članovima mora biti na jednak način pružena mogućnost da pod jednakim uvjetima ustupe svoje dionice društvu. Jednakost šansi osigurava opća sloboda pristupa tržištu. Ocjenjuje se da je društvo postupalo poštujući načelo jednakog položaja dioničara ako je vlastite dionice steklo na organiziranom tržištu.⁷⁸ Dakle, pretpostavlja se da je društvo, koje je steklo vlastite dionice na organiziranom tržištu, to učinilo u skladu s načelom jednakog postupanja. Međutim, u konkretnom slučaju gdje je dioničar fizička osoba koja ne prati redovito obavijesti društva, nema svog brokera ili su mu troškovi provizije neprihvatljivi, ta se pretpostavka zapravo čini fiktivnom. No, takvi subjektivni elementi se ne uzimaju u obzir te se postojanje nejednakog postupanja ocjenjuje prema objektivnim kriterijima. Stjecanje dionica na temelju odluke glavne skupštine od samo određenih dioničara temeljem neposredne pogodbe teško će biti spojivo sa zahtjevima koji proizlaze iz načela jednakog položaja dioničara te će morati postojati iznimno ozbiljni razlozi koji će opravdati veće interese društva od interesa jednakog postupanja prema svim dioničarima. Kod stjecanja vlastitih dionica bez odluke glavne skupštine postoje zakonski slučajevi koji omogućuju suspenziju načela jednakog postupanja. Navedeno načelo se ne

⁷⁵ Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38), str. 82.

⁷⁶ Članak 211. ZTD-a

⁷⁷ Parać, Z., *op. cit.*, (bilj. 9), str. 117.-118.

⁷⁸ **Tržište kapitala** je mjesto za sveukupne poslove, kojima financijske institucije (uglavnom banke) trguju vrijednosnim papirima i vrijednosnim derivatima.

primjenjuje u slučajevima kada društvo stječe vlastite dionice besplatno, kada ih financijska institucija stječe komisiono, kada se dionice stječu od dioničara koji nije u cijelosti uplatio iznos za koji su izdane, kada se stječu na osnovi univerzalnog pravnog sljedništva ili kada se stječu nadmetanjem od strane suda radi namirenja dugovanja društva prema dioničaru.⁷⁹

Načelo jednakog postupanja odnosi se i na raspolaganje vlastitim dionicama koje se obično provodi naplatnim, dvostrano obvezujućim, konsenzualnim pravnim poslom, najčešće putem ugovora o prodaji. Iako kupac formalnopravno plaća cijenu dionica društvu kao prodavatelju, ekonomsko-pravno gledano, to zapravo predstavlja ulog u kapital. Vlastita dionica je u stanju mirovanja u pogledu prava koja joj pripadaju. Prijenosom vlastite dionice na drugu osobu, prava oživljavaju i tada se ta prava zapravo ne smatraju prenesenima već ih novi imatelj stječe originarno. To čini raspolaganje dionicama sličnim povećanju temeljnog kapitala uz izdavanje novih dionica, što može ugroziti postojeće dioničare u pogledu njihovih upravljačkih i imovinskih prava. Prijenos vlastitih dionica trećim osobama mijenja upravljačku strukturu društva, postojeći dioničari mogu postati manjinski, novi dioničari mogu utjecati na politiku dividende itd. Stoga, kao i kod povećanja temeljnog kapitala ulozima, dioničarima koji stječu vlastite dionice od društva se mora osigurati pravo prvenstva. Ovo pravilo se spominje samo u kontekstu stjecanja vlastitih dionica, a ne i u kontekstu raspolaganja. Međutim, s obzirom na jednaku ugroženost interesa dioničara, nesporno je da bi se trebalo primjenjivati i kod raspolaganja.⁸⁰

4. Društvo ne smije stjecati vlastite dionice da bi njima trgovalo (čl. 233. st. 1. ZTD-a).

Zakon zabranjuje društvima stjecanje vlastitih dionica u svrhu trgovanja. Zakonska odredba ne sprječava društvo da stekne vlastite dionice, kao ni da ih kasnije otuđi. Stjecanje i otuđivanje je dopušteno ako je obavljeno u skladu sa zakonom, ali postoji razlika između dopuštenog stjecanja i otuđivanja dionica i između nedopuštenog trgovanja. Nedopuštenim trgovanjem smatra se stjecanje i otuđenje dionica koje uprava poduzima s namjerom ostvarivanja dobiti, odnosno kako bi ostvarila kratkoročnu korist u razlici između cijene po kojoj su dionice stečene i cijene po kojoj su prodane. Također, izostanak zarade ne znači da raspolaganje ne predstavlja trgovanje, kao što ni postojanje zarade ne znači automatski da se radi o nedopuštenom trgovanju. Važno je koja se namjera uprave razaznaje iz okolnosti raspolaganja dionicama.⁸¹ Zabrana stjecanja vlastitih dionica je važna kako bi se spriječile

⁷⁹ Parać, Z., *op. cit.*, (bilj. 9), str. 119.-121.

⁸⁰ *Ibid.* str. 125.

⁸¹ Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38), str. 83.-84.

zlouporabe i manipulacije cijenom dionice na uređenom tržištu kapitala. Kad bi stjecanje vlastitih dionica u svrhu trgovanja bilo dopušteno, društvo bi moglo iskorištavati unutarnje (povlaštene) informacije za stjecanje nepoštene prednosti na tržištu pred drugim ulagateljima. Time bi se narušilo povjerenje u uredno trgovanje na uređenom tržištu.

5. U određenim slučajevima stjecanje dionica je dopušteno samo onda ako su za njih u cjelini uplaćeni iznosi za koje se izdaju (čl. 233. st. 4. ZTD-a).

Vlastite dionice je moguće steći samo ako su u cijelosti uplaćeni ulogi za koje se izdaju u slučajevima kada se dionice stječu temeljem odluke glavne skupštine, ili bez takve odluke da bi se od društva otklonila teška šteta koja neposredno predstoji, ili ako dionice treba ponuditi da ih steknu zaposleni u društvu ili u nekome od društava koje je s njime povezano, ili ako je stjecanje nenaplatno ili ako stjecanjem kreditna, odnosno financijska institucija kupuje dionice komisiono, ili nadmetanjem provedenim od strane suda da bi društvo namirilo neku svoju tražbinu prema dioničaru.⁸² Bez takve zakonske odredbe, društvo bi steklo dionicu prema kojoj bi samo prema sebi imalo obvezu uplate uloga što bi predstavljalo kršenje načela unosa kapitala.⁸³ Ovo pravilo ne postoji u drugim slučajevima stjecanja vlastitih dionica. To obuhvaća situacije kada se vlastite dionice stječu bez odluke glavne skupštine iz razloga da bi se obeštetilo dioničare društva ili manjinske dioničare o njemu ovisnih društava, kada se stječu od dioničara zbog toga što dioničar nije u potpunosti uplatio iznos za koji su izdane, kada se stječu na temelju univerzalnog pravnog sljedništva ili na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica po propisima o smanjenju temeljnog kapitala društva.⁸⁴ Razlog zašto nije potrebno takvo pravilo u navedenim slučajevima je nepostojanje štetnih posljedica za društvo. Primjerice, kod univerzalnog pravnog sljedništva, sve dionice automatski prelaze na sljednika, bez obzira jesu li uplaćene ili ne, a povlačenjem dionica i smanjenjem temeljnog kapitala, dioničar se može osloboditi obveze uplate neuplaćenih dionica, bez nanošenja štete društvu.⁸⁵

6. Na dionice stečene temeljem odluke glavne skupštine kao i na dionice stečene u nekim od zakonom predviđenih slučajeva kada je takvo stjecanje dopušteno smije otpasti najviše 10% temeljnog kapitala društva (čl. 233. st. 4. ZTD-a).

Stjecanje vlastitih dionica je dopušteno samo u zakonskom okviru od 10% temeljnog kapitala čak i kada se radi o dopuštenom načinu stjecanja. U obzir se uzimaju sve vlastite dionice koje društvo drži, neovisno o osnovi po kojoj su stečene. Navedeno pravilo se ne

⁸² Članak 233. stavak 4. ZTD-a

⁸³ Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38), str. 89.

⁸⁴ Članak 233. stavak 3. i 4. ZTD-a

⁸⁵ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 417.

primjenjuje u slučajevima stjecanja vlastitih dionica na temelju univerzalnog pravnog sljedništva, na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica po propisima o smanjenju temeljnog kapitala društva, ako je stjecanje nenaplatno ili ako stjecanjem kreditna, odnosno financijska institucija kupuje dionice komisiono.⁸⁶ Stjecanje vlastitih dionica po dopuštenoj osnovi stjecanja, ali u prekoračenju praga od 10% temeljnog kapitala nije nevaljano. Stekne li ih dopušteno preko tih 10% temeljnog kapitala, višak dionica mora otuđiti u roku od tri godine. U slučaju da društvo ne otuđi dionice u navedenim rokovima, dionice se moraju povući.⁸⁷

7. Za stečene dionice moraju se formirati rezerve za vlastite dionice (čl. 233. st. 4. ZTD-a).

Kupnja vlastitih dionica dozvoljena je samo sredstvima iz rezervi stvorenih u svrhu stjecanja vlastitih dionica. Važno je 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 statutu ono mora imati, a koje se ne smiju koristiti za isplate dioničarima.⁸⁸ Rezerve za vlastite dionice mogu se formirati iz dobiti ili iz slobodnih rezervi ili iz statutarnih rezervi.⁸⁹

Postoje slučajevi kada glavna skupština upravi nije dala ovlast za stjecanje vlastitih dionica, a uprava to i bez takve ovlasti može učiniti. Za stjecanje vlastitih dionica bez odluke glavne skupštine mora biti ispunjena jedna od pretpostavki propisanih ZTD-om.

Tako je stjecanje vlastitih dionica bez odluke glavne skupštine dopušteno:

1. Ako je to potrebno da bi se od društva otklonila teška šteta koja neposredno predstoji.⁹⁰

Takva šteta mora predstojiti društvu, a ne pojedinom dioničaru. Mora se raditi o šteti koja je predvidljiva, očekivana i konkretna u budućnosti. Na prvoj sljedećoj skupštini, uprava skupštinu mora izvijestiti o takvom stjecanju, razlozima i svrsi stjecanja vlastitih dionica.⁹¹

2. Ako dionice treba ponuditi da ih steknu zaposleni u društvu ili u nekome od društava koje je s njime povezano s time da ih u roku od godinu dana od dana stjecanja mora prenijeti tim osobama.⁹²

⁸⁶ Članak 233. stavak 4. ZTD-a

⁸⁷ Članak 236. stavak 2. i 3 ZTD-a

⁸⁸ Markovinović H., *op. cit.*, (bilj. 38), str. 86.

⁸⁹ Članak 222. stavak 2. ZTD-a

⁹⁰ Članak 233. stavak 3. točka 1. ZTD-a

⁹¹ Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V.; Komentar Zakona o trgovačkim društvima, Zagreb: RriF plus, 2008., str. 416.-417.

⁹² Članak 233. stavak 3. točka 2. ZTD-a

Zbog prihvaćanja određenih socijalnih politika, u zakonodavstva je uvedeno suodlučivanje zaposlenih što se može ostvariti i putem radničkog dioničarstva. Zaposlenici obično nisu uključeni u osnivanje društva te im se pristup dobiti i upravljanju društvom može pružiti kroz stjecanje dionica. Suodlučivanje se može postići delegiranjem predstavnika zaposlenih s pravom glasa u organe društva. Društvo uvodi takvu mogućnost kroz različite metode, uključujući kupnju vlastitih dionica i sudjelovanje zaposlenika u ulaganju u uvjetnom povećanju temeljnog kapitala. Uvjetno povećanje kapitala odnosi se na povećanje kapitala društva u kojem je jedna od svrha omogućiti zaposlenima i članovima uprave da steknu dionice društva. Ovo povećanje kapitala omogućuje im da steknu dionice društva na temelju ulaganja u društvo ili potraživanja koja imaju prema društvu, a koja proizlaze iz prava na sudjelovanje u dobiti društva.⁹³ Kod ove vrste povećanja temeljnog kapitala, pravo prvenstva postojećih dioničara na upis novih dionica ne postoji, za razliku od redovnog povećanja temeljnog kapitala. Kod redovnog povećanja temeljnog kapitala pravo prvenstva postojećih dioničara postoji, no upis dionica nije njihova obveza, već sami biraju hoće li to pravo i iskoristiti.⁹⁴

U kontekstu povezivanja djelatnosti i kapitala, trgovačka društva se povezuju na osnovi statusnopravnih, ugovornih i faktičkih temelja. Takva društva se nazivaju povezana društva. Kod povezivanja različitih dioničkih društava često se nameću obveze ponude dionica zaposlenicima povezanog društva, bilo zbog zakonskih zahtjeva u nekim jurisdikcijama, bilo zbog nastojanja da se poveća motivacija i predanost zaposlenika.⁹⁵ Naravno, da bi takve dionice moglo ponuditi, društvo ih mora prethodno steći. Iz tog razloga je propisan takav način stjecanja bez odluke glavne skupštine.⁹⁶

3. Ako se dionice stječu zato da bi se po odredbama ZTD-a obeštelo dioničare društva ili manjinske dioničare o njemu ovisnih društava.⁹⁷

Zakonom je predviđena mogućnost stjecanja vlastitih dionica zbog obeštećenja dioničara ovisnih društava. Primjeri takvih situacija iz ZTD-a su osiguranje prava vanjskih dioničara uz primjerenu naknadu, koja može biti i u obliku dionica⁹⁸ te slučajevi pripajanja jednog društva s drugim.⁹⁹

⁹³ Petrović S., Ceronja P., *op. cit.*, (bilj. 4), str. 155.

⁹⁴ *Ibid.* str. 154.

⁹⁵ Maurović L., *op. cit.*, (bilj. 10), str. 119.-120.

⁹⁶ Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V.; *op. cit.*, (bilj. 91), str. 417.-419.

⁹⁷ Članak 233. stavak 3. točka 3. ZTD-a

⁹⁸ Članak 491. i 492. ZTD-a

⁹⁹ Članak 520. stavak 4. ZTD-a

4. Nenaplatno stjecanje ili stjecanje komisijskom kupnjom financijske institucije.¹⁰⁰

Društvo može stjecati vlastite dionice besplatno kada ih dioničar daruje društvu ili ih ostavi društvu kao legat (zapis).¹⁰¹ Darovatelj time gubi imovinska prava, ali često stječe određene pozicije u društvu jer je na taj način pridonio sanaciji društva.

Komisijska kupnja postoji, kada društvo čije dionice loše kotiraju na burzi, daje nalog financijskoj instituciji da u svoje ime, a za račun društva na burzi, kupuje dionice društva. Tako društvo komisijskom kupnjom dolazi do vlastitih dionica koje može koristiti u različite svrhe. Na primjer, može ih staviti u zalog financijskoj instituciji kako bi osiguralo kredit, koristiti ih za stabilizaciju tržišne cijene svojih dionica, ili za druge svrhe koje su korisne društvu.¹⁰²

5. Ako ih stječe od dioničara zbog toga što nije u potpunosti uplatio iznos za koji su izdane.¹⁰³

Dioničaru koji ne uplati pravovremeno iznos koji je dužan uplatiti za stjecanje dionica, može se poslati preporučeno pismo s naknadnim rokom za ispunjenje obveze, uz prijetnju oduzimanja dionica i već uplaćenog iznosa, ako ne ispuni obvezu u roku.¹⁰⁴

6. Na temelju univerzalnoga pravnog sljedništva.¹⁰⁵

Univerzalni pravni sljedbenik stupa u pravni položaj svog prednika u cijelosti, stječući sva prenosi prava i obveze prednika jednim jedinstvenim aktom, osim onih prava i obveza koje se temelje na drugom pravnom osnovu ili prelaze na treće osobe ili prestaju u trenutku prijenosa.¹⁰⁶ Primjer univerzalnoga sljedništva kod pravnih osoba može biti stjecanje vlastitih dionica na temelju oporuke člana, pripajanje i spajanje i sl.¹⁰⁷

7. Stjecanje na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica, a po propisima o smanjenju temeljnog kapitala društva.¹⁰⁸

Smanjenje temeljnog kapitala može biti redovito, pojednostavljeno ili putem povlačenja dionica. Dionice se od dioničara mogu povući prisilno ili nakon što ih samo stekne. Često se u stranim zakonodavstvima i pravnoj književnosti smanjenje kapitala povlačenjem dionica naziva

¹⁰⁰ Članak 233. stavak 3. točka 4. ZTD-a

¹⁰¹ **legat** (lat. *legatus*) je pojam koji u nasljednom pravu označava pojedino točno određeno pravo, odnosno stvar ili druga imovinska korist koja se oporukom ostavlja nekoj osobi. Terminom legat označuje se i odredba u oporuci kojom se nekoj osobi ostavlja na teret nasljednika određena stvar ili druga imovinska korist.

¹⁰² Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V., *op. cit.*, (bilj. 91), str. 420.

¹⁰³ Članak 233. stavak 3. točka 5. ZTD-a

¹⁰⁴ Članak 214. stavak 1. ZTD-a

¹⁰⁵ Članak 233. stavak 3. točka 6. ZTD-a

¹⁰⁶ <https://www.enciklopedija.hr/clanak/sljednik-pravni>, pristupljeno: 20.8.2024.

¹⁰⁷ Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V., *op. cit.*, (bilj. 91), str. 420.

¹⁰⁸ Članak 233. stavak 3. točka 7. ZTD-a

i amortizacija. Taj se izraz u našem zakonodavstvu odnosi na proglašenje dionice nevažećom i treba ga izbjegavati u prvom kontekstu.¹⁰⁹

8. Kupnja dionica na temelju nadmetanja provedenog od strane suda radi tražbina društva prema dioničarima.¹¹⁰

Ako dioničar ima dug prema društvu, društvo može namiriti svoju tražbinu stjecanjem vlastitih dionica od tog dioničara (dužnika), ali isključivo kroz sudski postupak nadmetanja.¹¹¹

6. NEDOPUŠTENI STJECANJE DIONICA

ZTD je propisao pretpostavke koje se moraju ispuniti da bi dioničko društvo moglo steći vlastite dionice. Dakle, kršenje tih zakonom propisanih pretpostavki dolazi do nedopuštenog stjecanja dionica i do određenih posljedica. Bitno je razlikovanje između situacija kada je dioničko društvo steklo vlastite dionice izvan tih dopuštenih slučajeva stjecanja, odnosno upotrebom sredstava koja nisu u rezervama za vlastite dionice ili je stečeno više dionica nego što je dopušteno.¹¹² Ako društvo stekne dionice izvan dopuštenih slučajeva ili upotrebom sredstava koja nisu iz rezervi za vlastite dionice, mora ih otuđiti u roku od godinu dana.¹¹³ Ako je stjecanje provedeno na zakonski dopušten način, ali preko dopuštenih deset posto (10%) temeljnog kapitala koji otpada na vlastite dionice, društvo mora u roku od tri godine nakon stjecanja dionica otuđiti dio dionica koji prelazi taj postotak.¹¹⁴ No, ako društvo stekne vlastite dionice u skladu sa zakonom, bez kršenja zakonskih odredbi, ne postoji zakonsko ograničenje koliko dugo ih može zadržati. Dakle, može se zaključiti da ih društvo smije držati koliko god želi, jer ne postoji zakonska odredba koja to ograničava. Zakon ne određuje ništa o načinu otuđenja vlastitih dionica, stoga zaključujemo da ih društvo može otuđiti bilo kojim pravnim poslom ili bilo kojoj osobi. No, da bi se ostvarila svrha norme o otuđenju ono mora biti naplatno.¹¹⁵ Dakle, stjecanjem vlastitih dionica se dio temeljnog kapitala vraća dioničarima i na taj način je društvo oštećeno, odnosno imovina društva je smanjena. Iz tog razloga je jedino logično da otuđenje vlastitih dionica bude naplatno. Društvo mora povući vlastite dionice, ako se ne otuđe u propisanim rokovima.¹¹⁶

¹⁰⁹ Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V., *op. cit.*, (bilj. 91), str. 420.

¹¹⁰ Članak 233. stavak 3. točka 8. ZTD-a

¹¹¹ Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V., *op. cit.*, (bilj. 91), str. 421.

¹¹² Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 418

¹¹³ Članak 236. stavak 1. ZTD-a

¹¹⁴ Članak 236. stavak 2. ZTD-a

¹¹⁵ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 613.

¹¹⁶ Članak 236. stavak 3. ZTD-a

Dioničari moraju društvu vratiti sve isplate koje nezakonito prime od društva.¹¹⁷ Stjecanjem vlastitih dionica društvo određenom dioničaru vrši isplatu, koja je neupitno protivna ZTD-u ako se radi o nedopuštenom stjecanju dionica. Dakle, dioničar je dužan vratiti tu isplatu društvu. Dioničar nakon povrata isplate za vlastite dionice ima pravo na kondicijski zahtjev na povrat dionica, ako su ispunjeni uvjeti iz Zakona o obveznim odnosima o stjecanju bez osnove.¹¹⁸

Posljedica stjecanja vlastitih dionica protivno odredbama zakona nije nevaljanost stjecanja, nego:

- obveza otuđenja dionica u propisanim rokovima,
- odgovornost za prekršaj,
- eventualnu odgovornost članova uprave za štetu počinjenu društvu.¹¹⁹

Sagledavši sve sankcije koje se odnose na stjecanje vlastitih dionica protivno zabranama, zaključujemo da su one usmjerene na osobe, odnosno da se iscrpljuju u tome da društvu ili dioničaru koji ih je prenio društvu nameću određene obveze kako bi se uklonilo stanje koje je nespojivo s načelom potpune uplate i načelom očuvanja temeljnog kapitala, odnosno kako bi se spriječile druge nepovoljne posljedice stjecanja vlastitih dionica. Nijedna od tih sankcija nije usmjerena na samo stjecanje vlastitih dionica.¹²⁰

7. RIZICI PRI STJECANJU VLASTITIH DIONICA

Stjecanje vlastitih dionica može donijeti brojne koristi poduzeću, no također nosi i značajne opasnosti i rizike koje mogu negativno utjecati na financijsko zdravlje i stabilnost poduzeća. Odluku o stjecanju dionica donosi uprava društva koja često to koristi za stabilizaciju vlastitog položaja i utjecaja u društvu. Iz tog razloga, uprava u procesu stjecanja vlastitih dionica može manipulirati cijenama, zlouporabiti povlaštene informacije i vršiti ostale radnje zbog kojih se može voditi postupak protiv uprave. Pravni poredak je taj koji mora spriječiti individualne zlouporabe prava određenim sankcijama.

Iako se institut vlastitih dionica može zlouporabiti, to ne znači da bi trebao biti ukinut. Ukinu li se, nema opasnosti od zlouporabe jer instituta nema, ali onda nema ni pozitivnih učinaka koje taj institut pruža. Dakle, pravni poredak mora odrediti granice primjene instituta stjecanja vlastitih dionica prvenstveno radi potencijalnih zloupotreba, ali i nehotičnog

¹¹⁷ Članak 224. stavak 1. ZTD-a

¹¹⁸ Barbić J., *op. cit.*, (bilj. 7), str. 422.

¹¹⁹ Skerlev B., Buzatović Z., *op. cit.*, (bilj. 61), str. 88.

¹²⁰ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 614.

ugrožavanja položaja onih subjekata u pravnome prometu kod kojih analiza interesa ukaže na potrebu za intervenciju prinudnopravnom normom. Prepoznavanje takvih slučajeva i izbor prikladnih instrumenata zaštite može se provesti samo polazeći od rizika i opasnosti koje realno postoje i koji su po prirodi stvari neodvojivi pravnom institutu vlastitih dionica.¹²¹

Najčešći rizici i opasnosti kod instituta stjecanja vlastitih dionica su:

- erozija garantne funkcije temeljnog kapitala,
- ugrožavanje interesa vjerovnika društva,
- ugrožavanje podjele nadležnosti između organa društva i utjecaj na dioničku strukturu,
- ugrožavanje načela zabrane diskriminacije,
- opasnosti za tržište kapitala.¹²²

7.1. Erozija garantne funkcije temeljnog kapitala

Trgovačko društvo odgovara za svoje obveze cijelom svojom imovinom.¹²³ Da bi društvo moglo odgovarati svojom imovinom, ta imovina mora biti unesena u društvo prilikom osnivanja. Tu se posebno ističe načelo unosa temeljnog kapitala, čime se osigurava da imovina društva u trenutku osnivanja barem odgovara visini temeljnog kapitala utvrđenog statutom. Uz načelo unosa, bitno je i načelo očuvanja temeljnog kapitala. Za razjašnjavanje načela o održavanju temeljnog kapitala posebno je bitna zabrana vraćanja dioničarima onoga što su uplatili u društvo prilikom osnivanja. Pod vraćanjem uplaćenog treba podrazumijevati svaku isplatu dioničarima koja se ne vrši iz dobiti, odnosno sve one isplate koje nemaju pravni status dividende.¹²⁴ Dakle, stjecanje vlastitih dionica nije samo po sebi u suprotnosti s načelom očuvanja temeljnog kapitala. Ono što je protivno zahtjevu za održavanjem vrijednosti imovine društva na razini koja barem odgovara temeljnom kapitalu jesu isplate dioničarima koje se vrše izvan sredstava bilančne¹²⁵ dobiti, odnosno izvan rezervi iz kojih se može formirati bilančna dobit.¹²⁶

7.2. Ugrožavanje interesa vjerovnika društva

Na prvi pogled bi se moglo pomisliti da stjecanje vlastitih dionica ugrožava vjerovnike društva jer dolazi do isplate iz imovine društva, ali to nije točno. Isplata cijene za vlastite dionice

¹²¹ *Ibid.* str. 603.-604.

¹²² *Ibid.* str. 604.-611.

¹²³ Članak 9. ZTD-a

¹²⁴ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 605.

¹²⁵ **Bilančna dobit** se odnosi na dobit koja se prikazuje u bilanci stanja društva nakon obračuna svih prihoda i rashoda za određeno razdoblje.

¹²⁶ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 605.

na teret sredstava koja bi društvo moglo prenijeti dioničarima putem isplate dividende, dakle sredstvima bilančane dobiti čiji je izvor u tekućoj dobiti i ostalim rezervama formiranim iz dobiti ostvarene u prethodnim poslovnim godinama, bit će potpuno neutralna za položaj vjerovnika. Formalnopravno se radi o stjecanju dionica i povratu uplaćenog uloga, ali ekonomski gledano naknada za vlastite dionice imat će značaj dividende.¹²⁷ Dakle, cijena plaćena za te dionice, da nije stjecanja vlastitih dionica, bila bi isplaćena dioničarima u obliku dividende, pri čemu takva isplata ne bi donijela nikakvu korist društvu. Dok se god naknada za vlastite dionice plaća na teret sredstava koja su mogla biti isplaćena dioničarima kao dividenda, nema ugrožavanje interesa vjerovnika društva.

7.3. Ugrožavanje podjele nadležnosti između organa društva i utjecaj na dioničku strukturu

Stjecanjem vlastitih dionica uprava društva može utjecati na odlučivanje i raspodjelu prava glasa u društvu i to primarno kroz promjene koje se stjecanjem vlastitih dionica postižu u odnosu na sastav glavne skupštine društva. Dva su načina na koja bi uprava mogla utjecati na glasačku strukturu.

Prvi način bi se ostvario kada prava iz dionica ne bi mirovala. Tada bi ostvarivanjem prava glasa uprava odlučivala sama o sebi i o pitanjima koja su izvan njezine kompetencije. Ujedno bi članovi uprave bili članovi uprave i članovi glavne skupštine jer su oni zastupnici društva po samom zakonu. No, ZTD-om je propisano mirovanje prava kod vlastitih dionica¹²⁸ i time je uklonjena mogućnost da uprava aktivno sudjeluje u radu glavne skupštine.¹²⁹

Drugi način na koji bi uprava mogla utjecati na glasačku strukturu je utjecajem na omjere glasačkih prava u glavnoj skupštini. Stjecanjem vlastitih dionica i mirovanjem prava istih tih dionica, relativni udjeli ostalih dioničara u glasački aktivnom kapitalu rastu. Time raste utjecaj većih dioničara. Npr. stekne li društvo maksimalnu jednu desetinu temeljnog kapitala, dioničar koji u temeljnom kapitalu ima 49% udjela, u glasački aktivnom kapitalu stječe natpolovičnu većinu.¹³⁰ Uz to, uprava može ciljanim otkupom ukloniti dioničare i prigodom otuđivanja vlastitih dionica favorizirati određene dioničare. Opasnost ciljanog otkupa i ciljanog otuđenja moglo bi se umanjiti obvezom društva da djeluje isključivo preko burze ili da dionice stječe odnosno otuđuje javnom ponudom. Načelo jednakog položaja dioničara se mora poštovati prilikom stjecanja i raspolaganja vlastitim dionicama.¹³¹ Na primjer, ako društvo

¹²⁷ *Ibid.* str. 607.

¹²⁸ Članak 235. ZTD-a

¹²⁹ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 607.-608.

¹³⁰ *Ibid.* str. 608.

¹³¹ Članak 211. ZTD-a

odluči stjecati vlastite dionice, mora ponuditi te dionice svim postojećim dioničarima pod jednakim uvjetima kako bi se osiguralo da nijedan dioničar nije privilegirani ili oštećen. Međutim, i dalje postoji opasnost da veliki dioničar nakon stjecanja vlastitih dionica ojača svoj položaj. Stoga, kako bi se izbjegle situacije koje ugrožavaju podjelu nadležnosti između organa društva i utjecaj na dioničku strukturu, ključna je primjena načela zabrane diskriminacije dioničara te načela lojalnosti članova uprave prema društvu.¹³²

7.4. Ugrožavanje načela zabrane diskriminacije

Pod jednakim uvjetima dioničari imaju ravnopravan položaj u društvu.¹³³ To znači da društvo, odnosno uprava, mora svakog dioničara tretirati na jednak način. Kod stjecanja vlastitih dionica to bi značilo da društvo svim dioničarima pod jednakim uvjetima nudi otkup njihovih dionica. Pretpostavlja se da je to ispunjeno kada je ponuda učinjena na burzi. Kada je broj dionica ponuđenih na prodaju društvu veći od broja koji društvo može ili želi steći, provest će se raspodjela u odgovarajućem omjeru.¹³⁴ Sve navedeno je potrebno kako društvo, odnosno uprava, ne bi favorizirala određene dioničare.

7.5. Opasnosti za tržište kapitala

Manipulacija cijenama dionica često se ostvaruje stjecanjem vlastitih dionica jer se tako utječe na njihovu vrijednost na tržištu. Tržišna vrijednost bi na taj način bila umjetno podignuta zbog čega bi se stvorio privid povećane potražnje. Za vjerovnike, visoka tržišna vrijednost dionica obično znači da je društvo u stabilnijem položaju za ispunjavanje svojih obveza, dok niska vrijednost može ukazivati na moguće probleme i povećati rizik. Ulagateljima tržišna vrijednost dionica može biti pozitivan znak za ulazak u poslovni odnos s društvom. No, takva manipulacija cijenama izaziva nepovjerenje ulagatelja u tržišne mehanizme i nije prihvatljiva jer se time ugrožava uredno funkcioniranje tržišta kapitala. Propisivanjem maksimalnog postotka temeljnog kapitala koji otpada na vlastite dionice i propisima kojima se uređuje funkcioniranje tržišta kapitala štiti se tržište od manipulacije cijenama.¹³⁵ Zakon o tržištu kapitala¹³⁶ (dalje: ZTK) izričito propisuje zabranu manipulacije tržištem i trgovanje na temelju povlaštenih informacija.¹³⁷ Uredbom o zlouporabi tržišta¹³⁸ (dalje: Uredba) se uspostavlja

¹³² Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 608.-609.

¹³³ Članak 211. ZTD-a

¹³⁴ Parać Z., *op. cit.*, (bilj. 34), str. 609.

¹³⁵ *Ibid.* str. 610.-611.

¹³⁶ Zakon o tržištu kapitala, Narodne Novine 65/18, 17/20, 83/21, 151/22.

¹³⁷ Članak 515. ZTK-a

¹³⁸ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ.

zajednički regulatorni okvir za trgovanje na temelju povlaštenih informacija, nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija i manipuliranje tržištem kao i mjere za sprječavanje zlorabe tržišta.¹³⁹ Koncept zlorabe tržišta odnosi se na nezakonite postupke na financijskim tržištima, a obuhvaća trgovanje na temelju povlaštenih informacija, nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija i manipuliranje tržištem. Kršenjem pravila o zlorabi tržišta onemogućava se cjelovita i odgovarajuća transparentnost tržišta, što je preduvjet za trgovanje svih gospodarskih subjekata na integriranim financijskim tržištima.¹⁴⁰

8. TRGOVANJE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA NA TEMELJU POVLAŠTENIH INFORMACIJA (TRGOVANJE UPUĆENIH)

Kao što je prethodno navedeno, Uredba zabranjuje trgovanje na temelju povlaštenih informacija. Trgovanje na temelju povlaštenih informacija predstavlja značajnu prijetnju normalnom funkcioniranju tržišta kapitala, zbog čega je važno nadzirati i regulirati takve aktivnosti. Trgovanje upućenih (*engl. Insider trading*), odnosno trgovina povlaštenih informacija, odnosi se na praksu gdje se korištenjem cjenovno osjetljivih povlaštenih informacija koje se tiču izdavatelja vrijednosnih papira ili samog vrijednosnog papira ostvaruju prednosti pri trgovanju vrijednosnim papirima i zlorabljavaju informacije za ostvarivanje osobnih koristi. U radnje koje *insider trading* zabranjuje ulaze kupnja i prodaja na temelju povlaštenih informacija kao i savjetovanje prilikom kupnje i prodaje, odnosno odavanje takvih informacija.¹⁴¹ Dakle, nije problematično poznavanje određenih povlaštenih informacija, već korištenje tih informacija kojim bi moglo doći do zlorabe tržišta.

Pojedinci koji dobiju pristup tim povlaštenim informacijama tijekom obavljanja poslova u određenim društvima mogu omogućiti ostvarivanje neprimjerene dobiti trgovanjem vrijednosnim papirima. Time bi došli u neopravdanu prednost pred drugim ulagateljima. Sve to stvara potrebu za zabranom trgovanja povlaštenim informacijama. Često se zabrana trgovanja na temelju povlaštenih informacija opravdava potrebom osiguravanja poštenja i jednakog položaja svih sudionika na tržištu.¹⁴² Postoji i stajalište koje podržava trgovanje povlaštenim informacijama, tvrdeći da su te informacije vlasništvo svojih nositelja te da bi zabrana trgovanja

¹³⁹ Skerlev B., Buzatović Z., *op. cit.*, (bilj. 61), str. 88.-89.

¹⁴⁰ Uredba o zlorabi tržišta, *op.cit.*, (bilj.109.), točka 7. Uvoda

¹⁴¹ Čulinović-Herc, E.; *Insider Trading - Europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, 2000., str. 309.-310.

¹⁴² Maurović, L.; *Korištenje povlaštenih informacija managementa u stjecanju vlastitih dionica društva*, Hrvatska pravna revija, 12 (2004), str. 41. – 42.

na temelju njih mogla kršiti njihova vlasnička prava.¹⁴³ Također, razlog koji podržava trgovanje povlaštenim informacijama jest to što potiče ranije objavljivanje tih informacija i dovodi do brze promjene cijena dionica.¹⁴⁴ Međutim, praksa je pokazala da je potrebno regulirati trgovanje vrijednosnim papirima na temelju povlaštenih informacija jer takvo trgovanje šteti ulagateljima i smanjuje njihovo povjerenje u tržište vrijednosnih papira. Također, šteti i izdavatelju vrijednosnih papira kojima se trguje na temelju povlaštenih informacija te predstavlja krađu imovine koja pripada društvu. Trgovanje na temelju povlaštenih informacija treba biti zabranjeno, čak i ako ne šteti izravno ulagateljima u društvo.¹⁴⁵

Do početka devedesetih godina dvadesetog stoljeća, u većini europskih zemalja trgovanje na temelju povlaštenih informacija nije bilo protuzakonito. Sjedinjene Američke Države su prve uvele regulativu za takvo trgovanje, postavljajući ograničenja i zabrane.¹⁴⁶ ZTK zabranjuje trgovanje povlaštenim informacijama u smislu Uredbe o zlouporabi tržišta. Prema Uredbi povlaštene informacije su informacije precizne naravi koje nisu objavljene i koje se izravno ili neizravno odnose na jednog ili više izdavatelja ili na jedan ili više financijskih instrumenata te koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata.¹⁴⁷ Povlaštena informacija može biti svaka prošla, sadašnja ili buduća situacija koja se može uočiti. To uključuje, osim činjenica, unutarnja i vanjska stanja ili događaje, kao i provjerljive vrijednosne prosudbe, procjene, stavove i predviđanja te ponekad i glasine.¹⁴⁸ Utvrđivanje zlouporabe tržišta, odnosno kršenja zabrane trgovanja povlaštenim informacijama, može osim kaznene odgovornosti rezultirati i građanskom (odštetnom) odgovornošću prema oštećenim sudionicima tržišta, izdavatelju i njegovim dioničarima. Praksa je pokazala da promjena tržišne cijene financijskog instrumenta ne mora biti rezultat zlouporabe povlaštenih informacija. Cijena može rasti ili padati zbog različitih faktora, kao što su promjene propisa, uvođenje novih poreza, opći gospodarski rast ili objava loših poslovnih rezultata izdavatelja. Stoga je ključno najprije definirati što se smatra povlaštenom informacijom u smislu Uredbe koja je na snazi u Republici Hrvatskoj, a zatim utvrditi jesu li konkretne okolnosti u skladu s tim definicijama.¹⁴⁹

¹⁴³ *Ibid.* str. 42.

¹⁴⁴ *Ibid.* str. 42.

¹⁴⁵ *Ibid.* str. 42.

¹⁴⁶ *Ibid.* str. 42.

¹⁴⁷ Uredba o zlouporabi tržišta, *op.cit.*, (bilj.109.), članak 7. stavak 1.

¹⁴⁸ Jakšić T.; Pojam povlaštene informacije, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 60, 1/2023, str. 68.

¹⁴⁹ *Ibid.* str. 66.

9. ZAKLJUČAK

U ovom radu obrazložen je pojam vlastitih dionica, pravna regulacija i razlozi zašto uopće postoji poseban pravni režim za vlastite dionice. Vlastite dionice predstavljaju posebnu kategoriju unutar trgovačkog prava. Zbog važnosti vlastitih dionica u velikim trgovačkim društvima, njihovo stjecanje i držanje je povezano s brojnim zakonskim ograničenjima i posebnim pravilima. Radi zaštite načela unosa i očuvanja temeljnog kapitala, stjecanje vlastitih dionica uređeno je drugačije u usporedbi s općenitim stjecanjem dionica. To je posebno naglašeno kod trgovačkih društava gdje temeljni kapital može glasiti na desetke milijuna eura. U takvim društvima je ključno da pri osnivanju društva temeljni kapital bude uplaćen, što uključuje zakonski propisanu četvrtinu nominalnog iznosa dionica za koje se one mogu izdati, kao i cijeli iznos koji prelazi taj minimalni iznos (*agio*) u slučaju da se dionica izdaje za viši iznos od minimalno propisanog.¹⁵⁰ Vlastite dionice mogu imati značajan utjecaj na financijsko poslovanje društva, uključujući utjecaj na kapitalnu strukturu, dioničarsku strukturu i upravljačka prava.

Iako putem instituta vlastitih dionica trgovačko društvo može poboljšati dobrobit dioničkog društva i dioničara, nužna su ograničenja kako bi se društvo zaštitilo od potencijalnih zlouporaba ovog instituta od strane uprave. Međutim, nisu samo namjerne zloupotrebe rizik za dioničare; stjecanje vlastitih dionica nosi i druge rizike, kao što su erozija garantne funkcije temeljnog kapitala, ugrožavanje interesa vjerovnika društva, ugrožavanje podjele nadležnosti između organa društva i utjecaj na dioničarsku strukturu, ugrožavanje načela zabrane diskriminacije i ostale opasnosti za tržište kapitala.

Pravilno upravljanje vlastitim dionicama može pridonijeti stabilnosti cijene dionica na tržištu, poboljšanju poslovnih pokazatelja te signaliziranju povjerenja uprave u buduće perspektive društva. No, nepravilna ili prekomjerna uporaba vlastitih dionica može rezultirati manipulacijama na tržištu i negativno utjecati na povjerenje ulagatelja, što može znatno naštetiti društvu. Stoga je ključno da uprava pri korištenju instituta vlastitih dionica postupi s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika te da pri donošenju odluka balansira rizike i koristi kako bi se odabrala opcija koja je najpovoljnija za društvo, a potom i dioničare.

¹⁵⁰ Članak 179., stavak 3. ZTD-a

LITERATURA

Knjige i članci:

1. Petrović S.; Ceronja P.; Osnove prava društava; Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu (2019)
2. Barbić J.; Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Treće, izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Organizator (2005.)
3. Gorenc, V.; Slakoper, Z.; Filipović, V.; Brkanić, V.; Komentar Zakona o trgovačkim društvima, Zagreb: RriF plus (2008)
4. Dabić S., Penavin S.; Otkup vlastitih dionica kao strateška odluka poduzeća, Ekonomski vjesnik, vol. XVIII, br. 1-2, 2005, str. 67.-79.
5. Idžojić I.; Ulaganja u vlastite dionice i udjele, Računovodstvo i financije, br. 10/2002, str. 32.-40.
6. Parać, Z.; Stjecanje i raspolaganje vlastitim dionicama i načelo jednakog položaja dioničara, Pravo u gospodarstvu, 2009. str. 109.-128.
7. Maurović L.; Stjecanja vlastitih dionica, Financije i porezi, 2005., str. 118.-125.
8. Parać Z.; Nedopušteno stjecanje vlastitih dionica i njegove pravne posljedice, Pravo u gospodarstvu 4/1999., str. 587.-621.
9. Vidučić, L.; Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, 2001., str. 784.-800.
10. Markovinović H.; Pravne posljedice nedopuštenog stjecanja vlastitih dionica, Zbornik radova drugog skopsko- zagrebačkog pravnog kolokvija, 2009. str. 75.-90.
11. Skerlev B., Buzatović Z.; Stjecanje vlastitih dionica prema pravu RH, Pravo i porezi, 2017., str. 86.-89.
12. Gorenc V.; Stjecanje vlastitih dionica u svjetlu Novele od 19. listopada 2007., Pravo i porezi, 2008., str. 3.-10.
13. Čulinović-Herc, E.; Insider Trading - Europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, 2000., str. 309.-334.
14. Maurović, L.; Korištenje povlaštenih informacija managementa u stjecanju vlastitih dionica društva, Hrvatska pravna revija, 12 (2004), str. 40.-47.
15. Jakšić T.; Pojam povlaštene informacije, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 60, 1/2023, str. 65.-92.
16. Jurić D., Zubović A.; Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljanog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Vol. 30 No. 1, 2009., str. 291.-331.
17. Maurović, Ljiljana, Ovlast za poduzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava – razvoj regulative, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol. 54, br. 2 (2004), str. 383.-407.

Pravni akti:

1. 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, 114/22, 18/23, 130/23.
2. Zakon o obveznim odnosima; NN 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21, 114/22, 156/22, 155/23.

3. Zakon o tržištu kapitala; NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22.
4. Zakon o preuzimanju dioničkih društava; NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13.
5. Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ.

Ostali izvori:

1. <https://www.enciklopedija.hr/>
2. https://www.porezna-uprava.hr/pozivni_centar/Stranice/dohodak-od-kapitala-po-osnovi-dodjele-ili-opcijske-kupnje-vlastitih-dionica.aspx
3. <https://www.iusinfo.hr/>