

PRAVNI ODNOSI IZMEĐU DRUŠTVA IZDAVATELJA, EMISIJSKOG KONZORCIJA I ULAGATELJA (EMISIJSKI POSAO)

*Prof. dr. sc. Petar Miladin**

UDK 347.725
336.761:347.728.2
Izvorni znanstveni rad

Emisijski posao uključuje brojne pravne odnose koje treba precizno razgraničiti: pravni odnos među bankama članicama emisijskog konzorcija (konzorcijski odnos); odnos između emitenta i emisijskog konzorcija (ugovor o preuzimanju); ugovorni odnosi između emisijskog konzorcija odnosno članova emisijskog konzorcija i ulagatelja te pravni odnos između emitenta i ulagatelja. Raspravlja se i o privatnopravnim posebnostima emisije državnih obveznica. Emisija pravno gledajući nije jedinstven akt, ona se sastoji od mnoštva pravnih poslova koji se prožimaju s obzirom na svoju zajedničku gospodarsku zadaću. Složenost emisijskog posla očituje se u sasvim posebnom preplitanju obveznog prava, prava društava, bankarskog prava i prava tržišta kapitala. Emisijski posao zavrjeđuje naziv krunskog posla investicijskog bankarskog prava i prava tržišta kapitala.

Ključne riječi: emisijski posao, emisijski konzorcij, prospekt, vrijednosni papiri, tržište kapitala

I. POJAM EMISIJSKOG POSLA I NJEGOV GOSPODARSKI ZNAČAJ

Emisijski posao podrazumijeva da izdavatelj, emitent izda vrijednosne papire kako bi ih ponudio tržištu kapitala te da potom sam taj izdavatelj neposredno - odnosno preko emisijskog konzorcija kojeg je on uključio u taj posao! – plasira

* Dr. sc. Petar Miladin, profesor Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg maršala Tita 14, Zagreb

ulagateljima te vrijednosne papire.¹ Nisu posrijedi bilo koji vrijednosni papiri nego uglavnom samo oni koji su kadri kolati tržištem kapitala, a to su ponajprije dionice i razne obveznice. Emisijama dionica društva pribavljaju vlastiti kapital, a emisijama obveznica financiraju se izdavatelji tuđim kapitalom. Za te vrijednosne papire uvriježio se izraz efekti; oni se izdaju upravo zato da bi se njima trgovalo na tržištu kapitala. Bitno je stoga da efekti iste emisije čine isti rod vrijednosnog papira.

Trgovina efektima odnosno financijska komisija nadovezuje se stoga na emisijski posao. Nove emisije vrijednosnih papira nužne su za redovitu opskrbu tržište kapitala; kupnja i prodaja vrijednosnih papira na tržištu kapitala hrani se zapravo novim emisijama. Ako emitent sam plasira svoje vrijednosne papire ulagateljima govori se o vlastitoj emisiji. Taj tip emisije sve je rjeđi u razvijenoj praksi investicijskog bankarstva. Koristi se kad kreditne institucije emitiraju obveznice i kad društva kćeri povećavaju temeljni kapital, a sve nove dionice treba preuzeti njihovo društvo majka. Izda li emitent vrijednosne papire pa potom te vrijednosne papire plasira preko emisijskog konzorcija na tržište kapitala, ulagateljima riječ je o danas potpuno prevladavajućoj tzv. tuđoj emisiji.

Banke i investicijska društva trebaju ishoditi suglasnost za obavljanje poslovne djelatnosti preuzimanja vrijednosnih papira. Kvalificiranje investicijskog posla

¹ Tako Assmann, H.D., Zur Haftung von Konsortien für das rechtsgeschäftliche Handeln ihrer Vertreter, ZHR 152 1988, str. 371; Assmann, H.D., Anleihenbedingungen und AGB-Recht, WM 2005, str. 1053-1058; Barz, R., u. Derleder/Knaps/Bamberger (ured.), Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, Berlin 2004, § 50; Bosch, U., u: Bankrecht und Bankpraxis, Teil 10: Emissionsgeschäft, Band 5, stanje maj 2003, Rbr. 10/1-10/257, 10/334-10/400b; Canaris, C.W., Bankvertragsrecht, 2. izdanje, 1981, Rbr. 2236-2324; De Meo, F., Bankenkonsortien – Eine Untersuchung zum Innen- und Aussenrecht von Emissionen-, Kredit- und Sanierungskonsortien sowie zur deren Haftung für das Handeln von Konsortialführern, 1994.; Fleischer, H., Marktschutzvereinbarungen beim Börsengang – Eine Bestandsaufnahme nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, str. 2305-2314; Fleischer, H., Prospektspflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, str. 339; Grundmann, S., u: Schimansky, H./Bunte, H.-J./Lwowski, H.-J., Bankrechts-Handbuch, Band II, 3. izdanje, München. Emissionsgeschäft, § 112; Hopt, K.J., Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, München, 1991, Rbr. 19; Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen, 2006; Ekkenga, J., Wertpapierbedingungen als Gegenstand richterlichen AGB-Kontrolle?, ZHR 160 (1996) str. 59-74; Jaussen, E., Die Inhaltskontrolle von Wertpapierbedingungen nach dem ABGB, WM 1995, str. 1861-1869; Gross, W., u: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch Band 2 §§ 343-475h Transportrecht Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. izdanje. München 2009, VII. Emissions- und Konsortialgeschäft; Schneider, H., Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluss der Gläubiger, u: Baums/Cahn (ured.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, str. 69-93; Schäfer, F.A., u: Schwintowski, H.-P./ Schäfer, F.A., Bankrecht, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Berlin, 2003, § 23; Sester, P., Transparenzkontrolle von Anleihebedingungen nach Einführung des neuen Schuldverschreibungsrecht, AcP 209 (2009), str. 629; Siol, J., u: Schimansky/Bunte/Lwowski (ured.), Bankrechts-Handbuch, Band I, 3. izdanje, München 2007, § 45. Anlagervermittlung und Prospekthaftung.

kao bankarske odnosno investicijske djelatnosti u smislu ZOKI-a i ZTK-a rezultira time da članovi emisijskog konzorcija i njihova emisijska aktivnost podliježu javnopravnom nadzoru HNB-a i HANFA-e. Na temelju čl. 5. st. 1. toč. 12. ZOKI-a među osnove financijske usluge banaka ubraja se "sudjelovanje u izdavanju financijskih instrumenata te pružanje usluga vezanih uz izdavanje financijskih instrumenata u skladu sa zakonom koji uređuje tržište kapitala." Na temelju čl. 5. st. 1. toč. 6. i toč. 7. ZTK-a među investicijske usluge i aktivnosti ubraja se "usluga provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu i bez obveze otkupa." Privatnopravno riječ je o tome da emisijski konzorcij preuzima financijske instrumente kako bi ih plasirao na tržište kapitala ulagateljima na vlastiti rizik ili na rizik emitenta.² U potonjem slučaju emisijski konzorcij zastupa emitenta, djeluje, dakle, u ime i za račun emitenta.³

Utjecaj angloameričkog tržišta kapitala bez ikakve se dvojbe intenzivno odražava na gospodarsko i pravno shvaćanje emisijskog posla.⁴ Jezično poimanje emisijskog posla pa samim time i naše, hrvatsko mišljenje tog posla sapleteno je na koncu brojnim anglizmima koje je veoma teško odgonetnuti na hrvatskom. Poslovna praksa koja gravitira emisijskom poslu, također, se u cjelini gledano razvija pod rastućim trendom globaliziranja tržišta kapitala. Broj emisija raste općenito, a i pojedine emisije postaju sve izdašnije tako da pojedinačna tržišta kapitala i njihovi sudionici jednostavno gube dah, oni nisu kadri samostalno iznijeti tu silnu količinu emisijskih poslova. Usklađene, istodobne akcije različitih tržišta kapitala i njihovih sudionika postale su neizostavan alat emisijskog posla. Može se slobodno reći da je razvoj emisijskog posla ključno pridonio globaliziranju tržišta kapitala. Tome ne pridonose samo emisije dionica radi, primjerice, privatiziranja INA, THT nego i sve veći kreditni prohtjevi velikih dužnika, ponajprije država koje se financiraju izdavanjem obveznica. Bliskost globaliziranja tržišta kapitala i rasta volumena emisijskog posla rezultira usklađivanjem pojedinačnih tržišta kapitala s onim tržištima kapitala koja u tom smislu imaju najjaču ulogu. Transfer pravne infrastrukture tih najjačih tržišta kapitala popratna je pojava gospodarske dominacije tih tržišta kapitala. Angloamerički utjecaj u tom je smislu i nadalje dominantan.

² § 1 st. 1. toč. 10 njemačkog KWG-a emisijskim poslom u smislu poslovne djelatnosti smatra samo onaj posao kod kojeg banka preuzima vrijednosne papire kako bi ih plasirala na vlastiti rizik odnosno ako je preuzimajući vrijednosne papire preuzela garancije koje je faktično dovode u položaj kao da je to učinila na vlastiti rizik.

³ Prema § 1 st. 1a. toč. 1c njemačkog KWG-a tada je riječ o poslu plasiranja u smislu poslovne djelatnosti banaka.

⁴ Tako Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 1. Ponajprije je riječ o angloameričkom mišljenju, pa u tom smislu i engleskom jeziku, kao dominantnom mišljenju fenomena tržišta kapitala.

II. PRAVNI ODNOS MEĐU ČLANOVIMA EMISIJSKOG KONZORCIJA (KONZORCIJSKI ODNOS)

Konzorcijski odnos je po svojoj pravnoj prirodi ortaštvo.⁵ Emisijski pothvat nadilazi sposobnosti, financijske mogućnosti i spremnost pojedinačnih banaka, investicijskih društava da preuzmu čitav rizik vezan uz tu zahtjevnu financijsku i pravnu operaciju. Zajednički cilj ortaka, članova emisijskog konzorcija očituje se u preuzimanju i plasiranju vrijednosnih papira, a ovisno o konzorcijskom dogovoru koji se oslanja na dogovor izdavatelja i konzorcija, i u izlistavanju vrijednosnih papira na burzi te u poduzimanju mjera kojima se u dogovorenom razdoblju brani stabilan burzovni tečaj izlistanih vrijednosnih papira. Emisiju vrijednosnih papira često, naime, prati izdavatelj "izlazak na burzu" odnosno uvrštavanje emitiranih vrijednosnih papira u burzovne kotacije pa je stoga izuzetno bitno suzbiti ekstremne promjene burzovnog tečaja svježih izlistanih vrijednosnih papira. Obrana tečaja vrijednosnih papira čuva povjerenje ulagatelja u investiciju odnosno izlistani vrijednosni papir.

Usprkos tome što emisijski konzorcij ostaje po svojoj pravnoj prirodi ortaštvo, nije sporno da ugovor o emisijskom konzorciju u pravilu odudara od dispozitivnih odredbi ZOO-a koje uređuju ortaštvo. Ugovori o emisijskom konzorciju u praksi se bitno udaljavaju od dispozitivnog, zakonskog viđenja ortaštva.

Rješenje čl. 638. st. 3. ZOO-a o imovini ortaštva kao zajedničkoj, nepodijeljenoj imovini ortaka nisu životna sa stajališta emisijskog konzorcija pa ugovori o emisijskom konzorciju u pravilu propisuju da svakom pojedinom članu konzorcija samostalno pripada točno razdijeljeni udio vrijednosnim papirima koje je preuzeo konzorcij.⁶ Rješenje čl. 662. ZOO-a o skupnom vođenju poslova ortaštva uzmiče - također na temelju izričitih odredbi ugovora o emisijskom konzorciju! - u korist pojedinačnog vođenja poslova i zastupanja ortaštva, konzorcija od strane voditelja emisijskog konzorcija (lead manager).⁷

Ugovori o emisijskom konzorciju potiskuju također dispozitivno rješenje čl. 640. ZOO-a o jednakim ulozima ortaka, članova konzorcija u imovinu ortaštva, konzorcija kao i dispozitivno rješenje čl. 651. ZOO-a o jednakim ortačkim udjelima u dobiti i gubitku ortaštva. Oni, naime, propisuju kvote po kojima odgovaraju

⁵ V. Barbić, J., *Pravo društava Društva osoba* Knjiga treća, Zagreb, 2002. str. 232, glede konzorcija banaka za davanje zajma.

⁶ V. Br. 4. Oblasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/253 a-c. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2316, smatra da taj zaključak na temelju § 157 BGB-a - njemu odgovara čl. 319. ZOO-a! - vrijedi i kad ugovor o emisijskom konzorciju ne sadrži izričitu klauzulu koja isključuje režim zajedničke imovine ortaštva.

⁷ V. Br. 4. Oblasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/253 a-c. Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2316, smatra da taj zaključak na temelju § 157 BGB-a - njemu odgovara čl. 319. ZOO-a! - vrijedi i kad ugovor o emisijskom konzorciju ne sadrži izričitu klauzulu koja isključuje režim zajedničke imovine ortaštva.

članovi konzorcija te posebnu naknadu za činidbe koje poduzima voditelj konzorcija.⁸ Ugovori o emisijskom konzorciju – neovisno o ugovorima o preuzimanju vrijednosnih papira koje emitent sklapa s konzorcijem! – posebice isključuju solidarnu, vanjsku odgovornost članova konzorcija s naslova čl. 648. st. 4. ZOO-a.⁹ Pojedini članovi konzorcija obvezuju se preuzeti samo onu količinu vrijednosnih papira koja na njih otpada sukladno kvoti koja je propisana ugovorom o emisijskom konzorciju. Sporno je, u svakom slučaju, je li valjana odredba ugovora o emisijskom konzorciju kojom se isključuje solidarna odgovornost članova konzorcija te se njihova odgovornost za obveze konzorcija ograničava na visinu kvote koja otpada na pojedinog člana sukladno ugovoru o emisijskom konzorciju.

2.1. ORTAČKI ELEMENTI KONZORCIJSKOG ODNOSA

Sagleda li se konzorcijski odnos u cjelini dvojbeno je treba li emisijski konzorcij uopće tumačiti kao ortaštvo. Uvriježeni, ustaljeni obrasci ugovora o emisijskom konzorciju unatoč tome izričito propisuju da osnivanjem emisijskog konzorcija ne nastaje ortaštvo.¹⁰ Takva odredba zavrjeđuje pravnu zaštitu samo pod pretpostavkom da članove konzorcija poslovnopravno ne okuplja ostvarivanje zajedničkog cilja u smislu čl. 637. ZOO-a budući da pravno tumačenje nije u konačnici u rukama ugovornih strana nego suda. Odredbe tog tipa treba tumačiti kao indicij da se kani odstupiti od dispozitivnog režima odredbi ZOO-a koje uređuju ortaštvo u onoj mjeri u kojoj se one kose s posebnostima emisijskog konzorcija.

Obrasci ugovora o emisijskom konzorciju nameću međutim istodobno obvezu članovima konzorcija da preuzmu i dodatne kvote vrijednosnih papira ako pojedini članovi konzorcija nisu preuzeli kvote koje na njih otpadaju ili ako su povrijedili svoje obveze prema shvaćanjima voditelja konzorcija.¹¹ Ugovori o emisijskom konzorciju sadrže, dakle, odredbe koje trebaju osigurati da konzorcij u konačnici preuzme cjelokupno izdanje vrijednosnih papira ako pojedini članovi konzorcija ne podmire u cijelosti ili djelomično ne podmire obvezu koja na njih

⁸ V. br. 9. Obrasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, rbr. 10/253 a-c.

⁹ V. br. 4. Obrasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, rbr. 10/253 a-c. V. br. 2. Standard Form Agreement Among Managers (Version 1), otisnuto u: IPMA priručniku koji je uredila Capital Market Association (ICMA) 2004, Section Seven.

¹⁰ V. br. 8. Obrasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, rbr. 10/253 a-c. V. i br. 8. Standard Form Agreement Among Managers (Version 1 i 3), otisnuto u: IPMA priručniku koji je uredila Capital Market Association (ICMA) 2004, Section Seven.

¹¹ V. br. 3. Obrasca za ugovore o emisijskom konzorciju otisnutom u Bosch, U./Gross, W., op. cit. u bilj. 1, rbr. 10/253 a-c.

otpada odnosno ako ne preuzmu svoju dogovorenu kvotu vrijednosnih papira. Zatambljeni elementi ortaštva dolaze na koncu ipak do izražaja usprkos tome što članovi konzorcija po redovitom toku stvari ne odgovaraju solidarno za obveze konzorcija. Ta pravila ugovora o emisijskom konzorciju ne samo da se preklapaju s pravilima o doplati manjka iz čl. 659. ZOO-a već također snažno podupiru tvrdnju da članovi osnivaju emisijski konzorcij radi postizanja zajedničkog cilja – a to je ključan element ortačke zajednice. Obveže li se emisijski konzorcij izvesti izdavatelja odnosno emitirane vrijednosne papire na burzu i braniti burzovni tečaj vrijednosnih papira posrijedi su dodatni elementi zajedničkog cilja članova konzorcija u smislu čl. 637. st. 1. ZOO-a. Odredbe ZOO-a koje uređuju ortaštvo ne dadu se stoga ustaljenim obrascima ugovora o emisijskom konzorciju unaprijed paušalno i u potpunosti zatrti.

Stupi li konzorcij u ugovorni odnos s izdavateljem, emitentom riječ je o vanjskom konzorciju odnosno o vanjskom društvu. Voditelj konzorcija pri tome nastupa prema izdavatelju u ime konzorcija. Vanjski ugovorni odnos prisutan je međutim samo između voditelja konzorcija i izdavatelja ako voditelj konzorcija nastupa povjerenički; u svoje ime i za račun članova konzorcija. Tada je riječ o unutarnjem konzorciju odnosno o unutarnjem društvu. Unutarnji konzorcij pogodan je ako nakon sklapanja ugovora o preuzimanju treba promijeniti krug članova konzorcija, a da se u to ne upliće izdavatelja. Nasuprot tome, riječ je o pukom udjelu u tuđem udjelu ako pojedini član konzorcija potihom prenese drugom članu konzorcija dio svoje kvote odnosno da taj prijenos nije vidljiv trećima. U tom slučaju prisutno je unutarnje društvo, ali isključivo među članovima konzorcija koji su u tome sudjelovali. Član konzorcija koji sudjeluje u tuđoj kvoti ne stupa glede tako preuzete kvote u ugovorne odnose ni s preostalim članovima konzorcija niti s izdavateljem.

2.2. ODGOVORNOST KONZORCIJA I ČLANOVA KONZORCIJA PREKRŠI LI VODITELJ KONZORCIJA SVOJE OBVEZE IZ VANJSKIH ODNOSA

Kao i kod svakog drugog zastupanja tako se i kod zastupanja emisijskog konzorcija postavlja pitanje odgovara li zastupani za svog zastupnika odnosno u kojoj mjeri član konzorcija odgovara za poslovnopravne radnje i izjave voditelja konzorcija. Pri tom treba razgraničiti poslovnopravne radnje voditelja konzorcija prema izdavatelju, emitentu od onih koje on poduzima prema trećima. Nisu toliko problematične povrede primarnih ugovornih činidbi od strane voditelja konzorcija budući da su one u pravilu detaljno razrađene konzorcijskim ugovorima; problematična je odgovornost konzorcija i članova konzorcija povrijedi li voditelj konzorcija svoje sekundarne ugovorne činidbe te obveze obazrivosti s naslova odgovornosti na temelju odnosa povjerenja. Član konzorcija odgovara za obveze koje je preuzeo voditelj konzorcija ako se odgovornost voditelja konzorcija dade pribrojiti konzorciju odnosno članovima konzorcija. Postupke voditelja konzor-

cija treba pribrojiti konzorciju odnosno članovima konzorcija nastupi li voditelj konzorcija u pravnom i poslovnom prometu kao pomoćnik članova konzorcija u ispunjenju njihovih ovlaštenja vođenja poslova i zastupanja emisijskog konzorcija. Konzorcij odnosno članovi konzorcija odgovaraju trećima za povrede voditelja konzorcija jer su mu konzorcijskim ugovorom prepustili ne samo svoja ovlaštenja već i ovlaštenja koja su specifična samo za njegovu pravnu poziciju. Članovi konzorcija rijetko se, naime, služe voditeljem konzorcija kako bi putem njega ispunili svoje vlastite obveze.¹² Shvati li se voditelj konzorcija doslovno kao pomoćnik članova konzorcija u ispunjenju njihovih činidbi uvijek bi iznova trebalo utvrditi je li voditelj konzorcija u pojedinom slučaju nastupio kao pomoćnik članova konzorcija u ispunjenju. Članovi konzorcija trebaju stoga stati iza postupaka voditelja konzorcija kao svoga predstavnika na temelju odgovarajuće primjene pravila o odgovornosti zbog stvaranja pravnog privida i, posebice, pravila iz čl. 317. ZOO-a o učincima opoziva i sužavanja punomoći prema poštenim trećim osobama.¹³ Voditelj konzorcija poprima u pravilu status srodan organu konzorcija koji je ovlašten voditi poslove i zastupati emisijski konzorcij. Članovi konzorcija ne mogu međutim uživati samo povlastice svog dogovora kojim se pojednostavnjuju kruta pravila o zastupanju i vođenju poslova konzorcija. Protuteža pojednostavnjivanju zastupanja i vođenja poslova konzorcija odražava se u odgovornosti konzorcija odnosno članova konzorcija za poslovnopravne radnje voditelja konzorcija. Problem pribrojivosti dodatno je zaoštren glede odgovornosti za prospekt, gospodarski najvažnijeg slučaja odgovornosti konzorcija odnosno članova konzorcije za povrede voditelja konzorcija. Odredbe čl. 359. st. 4. i st. 5. ZTK-a u biti prebacuju teret dokaza tako da član konzorcija mora dokazati ulagatelju da voditelj konzorcija nije znao za to da je u prospektu dao netočne i nepotpune podatke te da to njegovo neznanje nije posljedica grube nepažnje.¹⁴

Član konzorcija snosi odgovornost za propuste voditelja konzorcija samo ako se ti propusti mogu dovesti u vezu s onim što on obavlja upravo u svojstvu voditelja konzorcija. Izuzme li se odgovornost za prospekt - voditelj konzorcija najučestalije krši svoje preuzete ugovorne obveze u razdoblju koje prethodi nastanku emisijskog konzorcija. Riječ je o kršenju obveza vezanih uz savjetovanje izdavatelja, emitenta budući da se izdavatelji odvažuju na emisije vrijednosnih papira tek pošto se o tome iscrpno posavjetuju s voditeljem budućeg konzorcija. Članovima konzorcija ne može se pribrojiti povrede koje voditelj konzorcija počini vodeći pregovore s izdavateljem. Predugovorna odgovornost za štetu voditelja konzorcija ne tereti utoliko članove konzorcija. Voditelj konzorcija u tom stadiju obveznog odnosa u pravilu nema nikakvih pouzdanih saznanja o tome kakav će

¹² Podrobnije o razlozima v. De Meo, op. cit. u bilj. 1, str. 213; Bosch, op. cit. u bilj. 1, 10/145.

¹³ U tom smislu v. sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Assmann, H.D., op. cit. u bilj. 1, str. 382.

¹⁴ V. u tom smislu precizniju odredbu § 45. st. 1. njemačkog BörsG-a.

uopće biti sastav budućeg emisijskog konzorcija. Sklope li potom izdavatelj i emisijski konzorcij ugovor o preuzimanju vrijednosnih papira, konzorcij neće samim time preuzeti i dug odnosno predugovorne obveze voditelja konzorcija. Pristupi li voditelj konzorcija emisijskom konzorciju, time konzorcij također neće pristupiti postojećem dugu voditelja konzorcija prema izdavatelju. U tom stadiju emisijskog posla jednostavno se ne uspostavljaju korporacijski odnosi koji bi sličili onima u preddruštvu.¹⁵ Zbog toga se ne primjenjuju ni pravila čl. 6. ZTD-a, posebice čl. 6. st. 4. ZTD-a..

Poslovnopravne radnje voditelja konzorcija prema drugim osobama, izuzev izdavatelja, također terete članove konzorcija po spomenutim pravilima. Radnje voditelja konzorcija prema trećima, posebice prema ulagateljima, uređuju se u pravilu i s naslova odgovornosti za prospekt. Poslovnopravne radnje voditelja konzorcija prema trećima, posebice ulagateljima, samo iznimno izlaze iz okvira odgovornosti s naslova prospekta. O tome je, primjerice, riječ ako emisijskim poslom treba dodatno zaštititi položaj starih dioničara na tržištu kapitala. Voditelj konzorcija obavlja činidbe koje pogađaju isključivo njega, a ne emisijski konzorcij, djeluje li s naslova posebnih funkcija koje je preuzeo, posebice, ako djeluje u svojstvu povjerenika glede namirenja konzorcija iz sredstava osiguranja koja je konzorciju dao emitent radi osiguranja tražbina koje konzorcij ima prema emitentu s naslova ugovora o preuzimanju.¹⁶ Postupak uvrštavanja izdavateljevih vrijednosnih papira na burzu, također, spada među činidbe koje voditelj konzorcija nije poduzeo samostalno nego u okviru zajedničkog cilja radi kojega je i osnovan konzorcij. Povrede obveza voditelja konzorcija tada treba pribrojiti konzorciju odnosno članovima konzorcija pa oštećenome u vanjskom odnosu odgovara s jedne strane konzorcij, a s druge, članovi konzorcija.

2.3. ODGOVORNOST VODITELJA KONZORCIJA ODNOSNO ČLANOVA KONZORCIJA U UNUTARNJEM ODNOSU

Treba razgraničiti raspodjelu rizika među članovima konzorcija u njihovom unutarnjem odnosu prema njihovoj vanjskoj odgovornosti. Ugovori o emisijskom konzorciju u pravilu izričito uređuju pitanje odgovornosti članova konzorcija u unutarnjem odnosu. Nije sporno da ortak, član konzorcija odgovara drugim ortakima, članovima konzorcija za štetu koju nanese ortaštvu, osim ako dokaže da je šteta nastala bez njegove krivnje.¹⁷ Sporno je, međutim, koji stupanj pozornosti treba uvažavati član konzorcija u konzorcijskim odnosima. Je li on, naime, dužan postupati *quam in suis rebus* – što je inače karakteristika ortaštva kao društva gra-

¹⁵ U tom smislu v. BGH ZIP 2003, str. 899.

¹⁶ Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 56.

¹⁷ V. čl. 649. st. 1. ZOO-a.

danskog prava! - ili je pak u tim odnosima dužan postupati pozornošću urednog i poštenog gospodarstvenika, konkretno bankara. Emisijski konzorcij sastavljen je od samih banaka i investicijskih društava pa stoga svaki član konzorcija slobodno polazi od toga kako će njegov partner prilikom ispunjavanja svojih ortačkih, konzorcijskih obveza postupati pažnjom urednog i poštenog bankara. Pravni položaj voditelja konzorcija, posebice, potvrđuje to stajalište budući da on upravo na temelju svoje opremljenosti i osposobljenosti preuzima tu svoju emisijsku ulogu za koju uostalom prima i posebnu naknadu.¹⁸

Ako ugovor o emisijskom konzorciju glede unutarnjih konzorcijskih odnosa uređuje pitanje odgovornosti za prospekt u dijelu koji se tiče uvrštenja emitiranih vrijednosnih papira na burzu, treba poći od toga da je prospekt u tom dijelu sačinio voditelj konzorcija zajedno s izdavateljem, emitentom te da je za tu činidbu voditelj konzorcija primio dodatnu, posebnu naknadu. U unutarnjem odnosu među članovima konzorcija za netočnosti i nepotpunosti prospekta u tom dijelu odgovornost stoga snosi isključivo voditelj konzorcija.¹⁹

III. PRAVNI ODNOS IZMEĐU IZDAVATELJA I KONZORCIJA ODNOSNO ČLANOVA KONZORCIJA TE VODITELJA KONZORCIJA

3.1. PRAVNI POLOŽAJ VODITELJA KONZORCIJA

Izdavatelj i voditelj konzorcija u pravilu sami neposredno pregovaraju o sklapanju ugovora o preuzimanju emitiranih vrijednosnih papira tako da ostali članovi konzorcija ne odgovaraju izdavatelju za naknadu štete nanese li voditelj konzorcija izdavatelju štetu vođenjem tih pregovora odnosno loše savjetujući izdavatelja tijekom pregovora.²⁰ Emisijski konzorcij uspostavlja se tek nakon što voditelj konzorcija i izdavatelj ispregovaraju opće uvjete konkretne emisije. Voditelj konzorcija tek potom sklapa ugovor o preuzimanju s izdavateljem. Voditelj konzorcija, u slučaju jedinstvenog konzorcija, na temelju ugovora o preuzimanju pored preuzimanja obvezuje se i plasirati emitirane vrijednosne papire. Moguć je konzorcij koji samo preuzima emitirane vrijednosne papire te konzorcij koji samo plasira emitirane vrijednosne papire. U svakom pojedinom slučaju treba utvrditi u ime koga nastupa voditelj konzorcija prilikom sklapanja ugovora o preuzimanju.

¹⁸ Tako Schäfer, H.P., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 51; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 13. Suprotno stajalište ima Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, 2309.

¹⁹ Tako Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 100; Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/149-10/151; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 13.

²⁰ Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, 2249; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 67.

3.2. STRANE UGOVORA O PREUZIMANJU I ODGOVORNOST KONZORCIJA ODNOSNO ČLANOVA KONZORCIJA ZA PREUZIMANJE EMISIJE

U poredbenoj njemačkoj sudskoj praksi nailazi se na stajalište po kojem voditelj emisijskog konzorcija prilikom sklapanja ugovora o preuzimanju nastupa isključivo u ime i za račun konzorcija, a ne i u ime i za račun članova konzorcija.²¹ Stajalište počiva na učenju o pravnoj sposobnosti ortaštva i na akcesornoj odgovornosti člana društva, ortaka za obveze ortaštva. Njemačka sudska praksa time je otklonila ranija shvaćanja po kojima je voditelj konzorcija djelovao za pojedine članove konzorcija.²² Na temelju tvrdnje po kojoj voditelj konzorcija nastupa za pravno sposoban konzorcij izvodi se zaključak po kojem članovi konzorcija solidarno odgovaraju za preuzimanje i plasiranje čitave emisije. Odgovornost pojedinog člana konzorcija, po tom shvaćanju, ne bi se više dala ograničiti – uz zadržku individualno dogovorenih ograničenja odgovornosti! - na visinu kvote koja otpada na pojedinog člana konzorcija.

Ugovorne odredbe ustaljenih ugovora o preuzimanju mahom nisu u skladu sa spomenutim shvaćanjem o neograničenoj solidarnoj odgovornosti članova konzorcija za preuzimanje čitave emisije. Uvriježeni obrasci ugovora o emisijskom konzorciju nameću doduše članovima konzorcija određenu skupnu odgovornost u odnosu prema izdavatelju, emitentu.²³ Članovi konzorcija ne preuzimaju, međutim u pravilu emisiju kao solidarni dužnici (čl. 43. ZOO-a) nego kao dužnici podijeljene obveze (čl. 41. ZOO-a).²⁴ Izričite odredbe ugovora o preuzimanju treba tumačiti tako da one u spornim slučajevima, po mogućnosti, nerazumno ne odudaraju od pravnih posljedica koje se vežu uz sudjelovanje voditelja konzorcija u emisijskom poslu.²⁵ Odgovornost članova konzorcija ne može se uvijek svesti na puku kvotu, dio obveze već na temelju individualnog ograničenja odgovornosti između konzorcija odnosno članova konzorcija i izdavatelja, emitenta budući da su ugovori o preuzimanju mahom standardizirani a njihovom sklapanju često ne prethode nikakvi pregovori. Kane li, međutim, članovi konzorcija preuzeti tek dio obveze, tzv. emisijsku kvotu – te o tome jasno očituju svoju volju – zajednički cilj konzorcija iscrpljuje se u svakom slučaju u tome da članovi konzorcija učine napore kako bi po mogućnosti preuzeli čitavu emisiju. Članovi konzorcija ne odgo-

²¹ Presude redom navodi Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 16.

²² Ranije presude navodi Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 16.

²³ V. o tome Explanatory Note F. glede Standard Form Agreement Among Managers (Version 1), otisnuto u: IPMA Handbook, ured: International Capital Market Association (ICMA), 2004. Section Seven.

²⁴ Tako sa stajališta čl. 43. i čl. 41. ZOO-a odgovarajućih §§ 427, 420 BGB-a Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 17.

²⁵ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 17.

varaju tada za preuzimanje čitave emisije, tobože s naslova ostvarivanje rezultata, a u smislu činidbe iz ugovora o djelu, već za poduzimanje svega što je u njihovoj moći da do tog rezultata zaista i dođe. Riječ je o tzv. *best efforts clause*.²⁶ Budući da voditelj konzorcija u pravilu nastupa za konzorcij on je i tada dužan pridonositi ostvarivanju zajedničkog cilja konzorcija te uvažavati sve njegove eventualne posebnosti. Zajednički cilj konzorcija poznat je u pravilu izdavatelju, emitentu. Sudjelovanje voditelja konzorcija u emisijskom poslu treba u slučaju spora tumačiti tako da on prilikom sklapanja ugovora o preuzimanju zastupa konzorcij pod pretpostavkom da se zajednički cilj konzorcijskog odnosa podudara s ugovorom o preuzimanju. Kane li, dakle, članovi konzorcija preuzeti ugovorom o preuzimanju tek ograničenu odgovornost koja je određena nekom kvotom, voditelj konzorcija nastupa kao zastupnik pojedinih članova konzorcija, a ne konzorcija kao privatnopravne zajednice. Shvaćanja o pravnoj sposobnosti i odgovornosti ortaštva ne kose se stoga s odgovornošću članova emisijskog konzorcija koja se svodi na puku kvotu, dio obveze.²⁷

Emisije dionica nose sa sobom dodatan problem. Hrvatskom pravu u tom dijelu poredbeno praksa njemačkog BGH ocijenila je spomenuta ograničenja odgovornosti članova konzorcija nevaljanim u slučajevima tzv. posrednog prava prvenstva s naslova čl. 308. st. 6. ZTD-a, kad, dakle, emisijski konzorcij nakon upisa povećanja temeljnog kapitala u sudski registar preuzima čitavu emisiju novih dionica uz obvezu da ih ponudi dotadašnjim izdavateljevim dioničarima razmjerno njihovom učešću u izdavateljevom temeljnom kapitalu.²⁸ BGH polazi od toga da je u tom slučaju član društva, novi dioničar postao emisijski konzorcij kao cjelina odnosno ortaštvo pa bi stoga ograničenje odgovornosti pojedinog člana konzorcija – sada dioničara! – na određenu kvotu novih dionica kršilo odredbe prava dioničkog društva o zaštiti temeljnog kapitala; konkretno načelo unosa i održavanja temeljnog kapitala dioničkog društva.²⁹ Pravna književnost mahom se izjasnila protiv tog stajališta BGH-a.³⁰ Ugovor o preuzimanju između emitenta, izdavatelja i članova konzorcija nije, naime, poslovnopravni akt upisa dionica u smislu čl. 307. ZTD-a koji je kadar korporacijski pravno i obveznopravno nametnuti članovima konzorcija obvezu uplate čitave preuzete emisije novih dionica. Svaki pojedini član konzorcija - odnosno voditelj konzorcija kao zastupnik članova konzorcija – kadar je ograničiti svoju odgovornost na određenu kvotu jer se takvo ograni-

²⁶ V. o tome u tom smjeru glede emisijskom konzorciju srodnog konzorcija banaka za odobravanje zajma Barbić, J., op. cit. u bilj. 1, str. 239.

²⁷ V. o tome u tom smjeru glede emisijskom konzorciju srodnog konzorcija banaka za odobravanje zajma Barbić, J., op. cit. u bilj. 1, str. 238.

²⁸ V. odluku BGH-a od 13.4.1992. objavljenu u BGHZ 118, 83. Stajalište BGH, među rijetkima u pravnoj književnosti, brani Barz, R., op. cit. u bilj. 1, § 50 Rbr. 54.

²⁹ V. odluku BGH-a od 13.4.1992. objavljenu u BGHZ 118, 83, 99.

³⁰ V. Gross, W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/316b; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.309; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 104; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 19.

čenje odgovornosti ne kosni ni s preuzimanjem cjelokupne emisije novih dionica niti je tada riječ o oslobađanju dioničara od obveze uplate uloga u smislu kršenja zabrane propisane čl. 216. ZTD-a. Voditelj konzorcija sklapa uostalom ugovor o preuzimanju emisije novih dionica u ime i za račun pojedinog člana konzorcija pa je prilikom preuzimanja novih dionica dužan voditi računa o svakoj konkretnoj kvoti koja otpada na pojedinog člana konzorcija.³¹

Pitanje pravne zaštite ugovornih klauzula o ograničavanju odgovornosti pojedinih članova konzorcija glede preuzete emisije novih dionica na puku kvotu odnosno djeljivu obvezu u smislu čl. 41. ZOO-a treba oštro razgraničiti od pitanja proizvodi li pravni učinak prema trećima odnosno u vanjskom odnosu odredba konzorcijskog ugovora o tome da se članovi konzorcija obvezuju preuzeti vrijednosne papire koji nadmašuju njihovu kvotu ako neki od preostalih članova konzorcija ne preuzmu čitavu ili dio kvote koja na njih otpada sukladno temeljnom konzorcijskom dogovoru.³² Trećima treba pružiti pravnu zaštitu glede takvih konzorcijskih dogovora ako emitent, izdavatelj i emisijski konzorcij – usprkos isključenja solidarne odgovornosti članova konzorcija prema emitentu - dogovore preuzimanje cjelokupne emisije novih dionica.³³

Obveze članova konzorcija prema emitentu u svakom slučaju ovise o okolnostima pojedinih konzorcijskih dogovora. Ne preuzmu li pojedini članovi konzorcija kvote na koje su se obvezali ugovor o emisijskom konzorciju može se dogovoriti kao ugovor u korist emitenta kao trećega u smislu čl. 337. ZOO-a. Emitent može makar i konkludentno pribaviti prema članovima konzorcija zahtjev za preuzimanje kvote koja premašuje kvotu na koju su se oni obvezali, ako preostali članovi konzorcija ne preuzmu kvote na koje su se obvezali.³⁴ Pri tome treba postupati s krajnjim oprezom. Isključi li se, naime, solidarnu odgovornost članova konzorcija ne može se bez zadržke priznati pravo emitentu da od članova konzorcija koji su preuzeli svoju kvotu zahtijeva da preuzmu i kvote koje nisu preuzete. Pođu li, čak, emitent i članovi konzorcija od toga da će preuzeti čitavu emisiju vrijednosnih papira, emitent po tom osnovu može u pravilu računati tek s tim da će se voditelj konzorcija odnosno članovi konzorcija pomučiti kako bi na koncu preuzeli čitavu emisiju, uključujući, dakle, i kvote koje pojedini članovi konzorcija nisu preuzeli iako im je to bila obveza. Emitent ne može stoga u pravilu zahtijevati od članova konzorcija koji su preuzeli svoju kvotu da preuzmu i ostatak do ukupne emisije vrijednosnih papira i to tako da im se razmjerno podignu kvote koje su oni već preuzeli.³⁵

³¹ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 19.

³² Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 20.

³³ Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.313; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 91; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 19.

³⁴ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 21.

³⁵ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 21.

3.3. PRAVNA PRIRODA UGOVORA O PREUZIMANJU KAD JE RIJEČ O PREUZIMANJU EMISIJE OBVEZNICA

Emisija obveznica problematična je sa stajališta pravne prirode ugovora o preuzimanju. Vladajuće stajalište ugovor o preuzimanju cjelokupne emisije obveznica tumači kao ugovor o kupoprodaji ili, barem, kao ugovor srodan ugovoru o kupoprodaji s elementima ugovora o nalogu i ugovora o službi.³⁶ Manjinsko stajalište taj ugovor tumači kao ugovor o zajmu.³⁷ Kritika kupoprodajnog shvaćanja ugovora o preuzimanju cjelokupne emisije obveznica počiva na argumentu da predmet tog ugovora o preuzimanju ni pravno niti ekonomski nije obveznica kao papir, dakle, stvar već je to tražbina ukoričena u tom papiru, a ona u trenutku sklapanja ugovora o preuzimanju još nije ni nastala, te će kad i nastane biti usmjerena upravo prema emitentu, a ne prema nekome trećemu.³⁸ Kupoprodajna konstrukcija ugovora o preuzimanju obveznica nije, dakle, - sa stajališta njezinih kritičara! - pravno neodrživa, no zamjera joj se pretjerana doktrinarna izvještačenost.³⁹ Izvještačeno je, naime, - prema tom shvaćanju – tumačiti da u tom slučaju prodavatelj, emitent prodaje kupcu, emisijskom konzorciju buduću tražbinu, a on je ujedno i dužnik te iste tražbine.⁴⁰ Nema, međutim, sumnje da je to pravno moguće.⁴¹ Umjesto kupoprodajne konstrukcije nudi se stoga tumačenje prema kojem je ugovor o preuzimanju emisije obveznica po svojoj pravnoj prirodi ugovor o zajmu. Shvaćanje ugovora o preuzimanju emisije obveznica kao ugovora o zajmu polazi od toga da emisijski konzorcij odobrava emitentu kredit te da emitent, izdavatelj ispunjava emisijskom konzorciju svoju činidbu vraćanja kredita tako da umjesto odobrenog iznosa kredita uvećanog za kamate prenosi emisijskom konzorciju emitirane obveznice. Ugovorom o preuzimanju – shvaćenom kao zajam – emitent, izdavatelj dogovara se, dakle, s emisijskim konzorcijem o zamjeni ispunjenja u smislu čl. 167. st. 1. ZOO-a.

Ugovor o preuzimanju obveznica nema, međutim, u praksi elemente ugovora o zajmu.⁴² Oni uopće ne propisuju ugovorne činidbe vraćanja glavnice uvećane za kamate umjesto koje bi tobože emitent, izdavatelj trebao prenijeti emisijskom konzorciju obveznice. Emitent s naslova ugovora o preuzimanju prima novac tek nakon što emisijskom konzorciju punopravno pribavi emitirane obveznice. Emisijski konzorcij nije obvezan isplatiti emitentu iznos tobožnjeg zajma ako bez svoje

³⁶ Tako Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, 10/68-10/70; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.189; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 66.

³⁷ V. prije svih Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243.

³⁸ V. prije svih Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243.

³⁹ V. prije svih Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243.

⁴⁰ V. prije svih Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243.

⁴¹ V. prije svih Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243; v i Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 22.

⁴² V. prije svih Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, 10/69.

krivnje – jer je primjerice izostala potrebna suglasnost HANFA - ne pribavi obveznice. Konstrukciji ugovora o preuzimanju kao ugovora o zajmu, također, se može zamjeriti izvještachenost jer bi po njoj zajam faktično trebalo isplatiti samo ako bi se on istodobno i namirio pribavljanjem obveznica od strane emisijskog konzorcija.⁴³ Emisije obveznica u širem smislu poput opcija, užitnica i financijskih derivativa, imaju sasvim drugi karakter i uopće ne poznaju činidbu vraćanja određenog novčanog iznosa. Vrijednosni papiri emitirani s naslova opcijskih obveznica stječu se tako tek kad se plati opcijska cijena, a vrijednosni papiri emitirani s naslova terminskih ugovora tek kad se plati razlika, diferencija između opcijske cijene i tržišne cijene emitiranih vrijednosnih papira u trenutku ostvarivanja terminske opcije. Ugovor o preuzimanju obveznica nije ugovor o zajmu ni sa stajališta ZOKI jer bi u suprotnom kategorija emisijskog posla kao posebne bankarske djelatnosti bila potpuno suvišna pored kreditiranja kao ključne bankarske djelatnosti.⁴⁴

Spor o pravnoj prirodi ugovora o preuzimanju obveznica u svakom slučaju nema veću praktičnu težinu budući da prihvaćanje koncepta ugovora o zajmu, također, u konačnici na temelju izričite odredbe čl. 167. st. 2. ZOO-a upućuje na primjenu pravila o kupoprodaji.

Ugovorom o preuzimanju obveznica članovi emisijskog konzorcija preuzimaju u pravilu i dodatne činidbe. Riječ je posebice o obvezama da se izdavatelja, emitenta odnosno njegove vrijednosne papire izvede na burzu te uvrsti u određene burzovne kotacije i o poduzimanju mjera koje su kroz određeno vrijeme kadre održavati stabilan tržišni tečaj emitiranih vrijednosnih papira. Ugovor o preuzimanju obveznica tada očito ima i elemente ugovora o nalogu odnosno inominatnog ugovora o službi. Pravnu prirodu ugovora o preuzimanju obveznica treba uvijek prosuđivati vodeći računa o okolnostima svakog pojedinog ugovora.

3.4. PRAVNA PRIRODA UGOVORA O PREUZIMANJU KAD JE RIJEČ PREUZIMANJU I UPISIVANJU EMISIJE DIONICA

Pravna konstrukcija ugovora o preuzimanju emisije dionica manje je sporna. Pri tom treba oštro razgraničiti dvije skupine slučajeva. Emisijski konzorcij može, naime, preuzeti postojeće dionice i to od većinskih ili krupnijih dioničara (tzv. *Block Trade*). Tada je - kao i kod ugovora o preuzimanju obveznica – riječ o ugovorima o kupoprodaji koji također mogu imati i elemente ugovora o nalogu odnosno ugovora o službi.

Predmet ugovora o preuzimanju emisije dionica mahom su, međutim, nove izdavateljeve, emitentove dionice. Ugovorom o preuzimanju emisije novih dionica strane preuzimaju obvezu sklapanja korporacijskopravnog ugovora o pristupanju

⁴³ V. prije svih Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, 10/69.

⁴⁴ V. prije svih Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, 10/69.

dioničkom društvu.⁴⁵ Posrijedi je ugovor o upisu novih dionica na koji se primjenjuju pravila čl. 307. ZTD-a. Hoće li tada zaživjeti članstvo koje je utjelovljeno u novim dionicama ne ovisi samo o tome hoće li se sklopiti ugovor o upisu novih dionica između emitenta, izdavatelja i emisijskog konzorcija nego i o tome hoće li se u sudski registar upisati da je dioničko društvo osnovano – ako je emisija novih dionica vezana uz postupak sukcesivnog osnivanja dioničkog društva! – odnosno odluka o tome da je provedeno povećanje temeljnog kapitala, ako je emisija novih dionica vezana uz postupak povećanja temeljnog kapitala dioničkog društva. Ugovorom o upisu novih dionica ne nastaje, naime, *ipso iure* zahtjev za provedbom povećanja temeljnog kapitala odnosno zahtjev za podnošenjem prijave za upis provedenog povećanja temeljnog kapitala u sudski registar.⁴⁶ Neovisno o tome, treba raspraviti koje obveze preuzima emitent, izdavatelj kad s emisijskim konzorcijem sklopi ugovor o preuzimanju. Prije upisa osnivanja dioničkog društva u sudski registar odnosno provedenog povećanja temeljnog kapitala dioničkog društva u sudski registar ne mogu se, doduše, prenositi prava iz novih udjela, izdavati dionice ni privremenice.(čl. 194., čl. 312. ZTD-a).⁴⁷ Prisilnopravne odredbe čl. 194. i čl. 312. ZTD-a zabranjuju stoga sklapanje pravnih poslova o prijenosu članskih prava prije nego što se u sudski registar upiše osnivanje odnosno provedeno povećanje temeljnog kapitala dioničkog društva. Nema, međutim, zapreke da izdavatelj, emitent ugovorom o preuzimanju na relativnoj, obveznopravnoj osnovi preuzme prema emisijskom konzorciju obvezu da će mu prenijeti nove dionice kad se u sudski registar upiše osnivanje odnosno provedeno povećanje temeljnog kapitala dioničkog društva. Ništavost modusa, poslovnopravnog čina prijenosa članskih prava ne povlači za sobom *ipso iure* ništavost titulusa o obvezi prijenosa članskih prava.⁴⁸

Korporacijskopравни ugovor o pristupanju dioničkom društvu odnosno ugovor o upisu novih dionica po svojoj je pravnoj prirodi ugovor *sui generis*, kao uostalom i tzv. modus odnosno pravni posao prijenosa članskih prava.⁴⁹ Ugovor o preuzimanju emisije novih dionica ima, poput ugovora o preuzimanju emisije obveznica, elemente ugovora o nalogu odnosno ugovora o službi. Članovi emisijskog konzorcija preuzimaju u pravilu i dodatne činidbe. Riječ je posebice o obvezama da se izdavatelja, emitenta odnosno njegove dionice izvede na burzu te uvrsti u određene burzovne kotacije i o poduzimanju mjera koje su kroz određeno vrijeme kadre održavati stabilan tržišni tečaj emitiranih dionica. Članovi emisijskog

⁴⁵ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 25.

⁴⁶ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 25; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.248.

⁴⁷ Glede ZTD-u u tom dijelu poredbenog njemačkog AktG-a v. §§ 191., 41. st. 4. AktG-a.

⁴⁸ U tom smjeru sa stajališta nama poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 25; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 76.

⁴⁹ Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2244; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 68; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 26.

konzorcija obvezuju se, posebice, ponuditi starim dioničarima pravo prvenstva upisa novih, emitiranih dionica razmjerno njihovom dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu emitenta, izdavatelja.⁵⁰ Tada je posrijedi ugovor o korist trećega odnosno starog dioničara, a u smislu odredbe čl. 337. ZOO-a.⁵¹

3.5. PRAVNI ODNOSI IZMEĐU EMITENTA I EMISIJSKOG KONZORCIJA ODNOSNO ČLANOVA EMISIJSKOG KONZORCIJA AKO SE KONZORCIJ ODNOSNO NJEGOVI ČLANOVI NISU ČVRSTO OBVEZALI PREUZETI ČITAVU EMISIJU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Emitent i emisijski konzorcij odnosno član emisijskog konzorcija sklapaju ugovor o komisiji ako se emisijski konzorcij odnosno član emisijskog konzorcija čvrsto ne obvežu preuzeti čitavu emisiju dionica ili obveznica. Tada ne nastaje konzorcij koji pruža cjelovitu uslugu s naslova emisijskog posla; nastaje, naime, konzorcij čija se zadaća iscrpljuje u što je moguće povoljnijem trženju preuzete emisije vrijednosnih papira.⁵² Dogovori tipa "Best-Effort-Basis" upućuju na komisijsku pravnu prirodu ugovora o preuzimanju emisije vrijednosnih papira. U tom slučaju nije riječ o emisijskom poslu s naslova čl. 5. st. 1. toč. 12. ZOKI-a nego o poslu financijske komisije s naslova čl. 5. st. 1. toč. 6. ZOKI-a.⁵³ Čl. 5. st. 1. toč. 6. i toč. 7. također razlikuju ta dva tipa emisijskog posla.

Sklapanje ugovora o komisiji nije praktično emitiraju li se nove dionice budući da do povećanja temeljnog kapitala dolazi tek kad se u sudski registar upiše provedeno povećanje temeljnog kapitala neovisno o tome što su upisane sve nove dionice.⁵⁴

3.6. SADRŽAJNO KONCIPIRANJE UGOVORA O PREUZIMANJU

3.6.1. OPĆENITA UTANAČENJA

Ugovor o preuzimanju redoviti sadrži, pored činidbi preuzimanja i plasiranja – koje karakteriziraju konzorcij koji pruža cjelovitu emisijsku uslugu - ustaljena

⁵⁰ V. čl. 308. st. 6. ZTD-a.

⁵¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2244; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 68; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 26.

⁵² Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 67, 70; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 27.

⁵³ Tako sa stajališta ZOKI-u u tom dijelu poredbenog njemačkog KWG-a Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2243; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 67, 70; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 27.

⁵⁴ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 27.

dodatna utanačenja. Kani li emitent u sklopu emisije izići na burzu odnosno uvrstiti svoje vrijednosne papire u burzovne kotacije, emisijski konzorcij obvezuje se raditi da do toga zaista i dođe. Obvezan je, posebice, upoznati emitenta sa svim za to potrebnim informacijama te samostalno ili uz pomoć emitenta prikupiti svu dokumentaciju koja je za to potrebna. Ta dodatna utanačenja ugovora o preuzimanju redovite prate dogovori kojima se emitent obvezuje obešteti emisijski konzorcij odnosno članove emisijskog konzorcija odnosno osloboditi ih odgovornosti u vanjskom odnosu prema ulagateljima s naslova odgovornosti za prospekt, a zbog pogrešnih ili nepotpunih podataka objavljenih u prospektu.⁵⁵ Ugovori o preuzimanju često zabranjuju odnosno ograničavaju članovima emisijskog konzorcija da kroz određeno razdoblje otuđuju preuzete vrijednosne papire kako bi se time suzbilo trgovinu novoemitiranih vrijednosnih papira u državama koje sa stajališta svog nacionalnog prava tržišta kapitala ne poštuju elementarne pretpostavke javne trgovine novoemitiranih vrijednosnih papira.⁵⁶ Ugovori o preuzimanju često emisijskom konzorciju odnosno članovima emisijskog konzorcija daju pravo raskida ugovora o preuzimanju ako se emitentov gospodarski položaj naknadno bitno naruši (tzv. Business MAC)⁵⁷ odnosno naruše li se općenito zadani politički i gospodarski okviri emisije (Market MAC)⁵⁸. Kao alternativa klauzulama o raskidu tog tipa nudi se i obvezivanje emisijskog konzorcija, članova emisijskog konzorcija preuzeti emisiju pod odgovornim uvjetom – ako se spomenute okolnosti ne pogoršaju u dogovorenom razdoblju.⁵⁹

3.6.2. MEHANIZAM ODREĐIVANJA CIJENE NOVOEMITIRANIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Ugovori o preuzimanju određuju cijenu ili barem postavljaju elemente, mehanizam pomoću kojih se dade odrediti cijenu novoemitiranih vrijednosnih papira.⁶⁰ Emisijski konzorcij odnosno članovi konzorcija u pravilu preuzimaju emisije novih obveznica po unaprijed čvrsto određenoj cijeni dok za emisije novih dionica to u pravilu nije slučaj. Fiksira li se ugovorom o preuzimanju cijenu novih dionica teško je izbjeći rizik pogrešne procjene tržišta koji je, s jedne strane, skopčan s prodajom novih dionica emisijskom konzorciju, članovima konzorcija ispod cijene

⁵⁵ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

⁵⁶ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

⁵⁷ Posrijedi je kratica za *Business Material Adverse Change Clauses*. Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

⁵⁸ Posrijedi je kratica za *Market Material Adverse Change Clauses*. Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

⁵⁹ V. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

⁶⁰ V. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 28.

ne, a, s druge strane, s prodajom tih dionica po nerealno visokoj cijeni. Problemi su prisutni u oba slučaja, neovisno o tome ispašta li zbog pogrešne procjene emitent koji je nove dionice otuđio daleko ispod njihove stvarne vrijednosti ili, pak, konzorcij koji se mora namučiti kako bi plasirao precijenjene nove dionice odnosno ulagatelj koji je za njih izdvojio u konačnici nerealno visok iznos.⁶¹ I u Hrvatskoj se stoga odnedavno počeo prakticirati tzv. Bookbuilding-postupak u kojem se iznos za koji se izdaju nove dionice utvrđuje tako da se u taj postupak uključi i potencijalne ulagatelje. S cijenom se, dakle, izlazi tek nakon što se osluhne bilo investitora.

Bookbuilding-postupak u biti je predmarketinška mjera, jedan od prvih koraka koji se poduzimaju nakon što se donese načelna odluka o tome da se krene s emisijom vrijednosnih papira. S potencijalnim investitorima, mahom institucionalnim ulagateljima, pretresa se cijena koju su oni spremni platiti za vrijednosne papire koje se kani emitirati. Nakon što se u Bookbuilding-postupku odredi raspon cijene koju su ulagatelji spremni platiti za te nove vrijednosne papire, započinje marketinški stadij – nove dionice priređuju se za tržište tako što se cjelokupno emitentovo poduzeće prezentira potencijalnim ulagateljima (tzv. *roadshow*). Slijedi stadij stavljanja ponuda u kojem ulagatelji mogu dati svoje ponude za stjecanje konkretnih vrijednosnih papira. Te se ponude prikupljaju i pohranjuju u knjigu narudžbi (tzv. *Orderbook*), a nju u pravilu vodi Lead Manager, voditelj emisijskog konzorcija – tzv. *bookrunner*. Nakon što završi stadij stavljanja ponuda, emisijski konzorcij u dogovoru s emitentom određuje konačnu cijenu novih dionica oslanjajući se pri tom na ponude koje su prispjele za njihovu kupnju. Emisijski konzorcij, članovi emisijskog konzorcija prenose potom vrijednosne papire ulagateljima.⁶²

Stavljanje ponuda za prodaju dionica uz naznaku raspona cijena nije čvrsta ponuda u smislu čl. 257. ZOO-a, riječ je o pukom pozivu da se dade ponuda, kojim se, dakle, potencijalne ulagatelje nastoji nagnati da sa svoje strane dadu ponudu za kupnju dionica.⁶³ Ako emisijski konzorcij, članovi konzorcija već u svojoj ponudi za prodaju vrijednosnih papira nisu neposredno sami isključili strogu vezanost ulagatelja njihovom ponudom za kupnju emitiranih vrijednosnih papira, treba tumačiti da to isključenje proizlazi iz okolnosti emisijskog posla budući da se o vezanosti ulagatelja njihovom ponudom za kupnju vrijednosnih papira po prirodi stvari može govoriti tak nakon što završi stadij stavljanja ponuda za kupnju emitiranih vrijednosnih papira. Zaključiti li se, međutim, suprotno, - uskrati li se, naime, ulagateljima da povuku svoju ponudu do završetka stadija stavljanja ponuda! - ulagatelji bi morali čekati sa stavljanjem svojih ponuda do isteka zadnjeg

⁶¹ Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 71; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.235-9.256; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 29.

⁶² V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 74; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.258-9.260; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 30.

⁶³ V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 74; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 31.

dana stadija stavljanja ponuda kane li se osloboditi rizika vezanog uz negativna tržišna kretanja cijene emitiranih vrijednosnih papira.⁶⁴ To pravo ulagatelj ima i na temelju čl. 361. st. 1. toč. 2. ZTK-a. Ako, naime, u prospektu nije navedena konačna cijena odnosno količina vrijednosnih papira, emitent je obvezan zajamčiti ulagatelju pravo da povuče svoju ponudu za kupnju odnosno upis u roku ne manjem od dva radna dana od dana objave konačne cijene ponuđenih vrijednosnih papira.

Dioničko društvo zastupano po svojoj upravi – a ne emisijski konzorcij! – obvezno je na temelju odredbe čl. 308. st. 6. a u vezi s odredbom čl. 308. st. 3. ZTD-a objaviti ponudu starim dioničarima da imaju pravo prvenstva upisa novih dionica koje je preuzeo emisijski konzorcij.⁶⁵ Potankosti te objave ovise o tome je li tečaj po kojem će se plaćati nove dionice unaprijed točno određen i objavljen ili su objavljena tek mjerila po kojima će se on tek naknadno utvrditi. *Bookbuilding* postupak karakterističan je upravo po tome što se navodi tek raspon cijene po kojoj će se plaćati nove dionice. U prvom slučaju treba, kao što je rečeno, objaviti točan iznos onoga što treba platiti za nove dionice i rok u kojem stari dioničari imaju pravo prihvatiti ponudu emisijskog poduzeća. Taj rok treba objaviti u glasilu društva. Spomenuti rok fakultativan je za razliku od roka propisanog odredbom čl. 308. st. 1. reč. 2. ZTD-a; odredi li se, dakle, rok on ne mora iznositi najmanje 14 dana od kad je ponuda objavljena u glasilu društva kao što je to slučaj s rokom propisanim odredbom čl. 308. st. 1. reč. 2. ZTD-a. Objavi li se sadržaj ponude taj rok je međutim obvezujući jer je postao sastavni dio ponude; bez obzira što je u načelu riječ o fakultativnom roku. Objaviti treba i druge potankosti vezane uz ponudu poput sadržaja ponude, označavanja emisijskog konzorcija, osoba koje imaju posredno pravo prvenstva te uvjeta koje oni trebaju ispuniti kako bi se valjano legitimirali prema emisijskom konzorciju. Troškove objave snosi dioničko društvo, a ne emisijski konzorcij. Ponudu posrednog prava prvenstva dovoljno je objaviti u glasilu društva, dioničko društvo ne treba je objaviti i putem elektronskog informativnog medija, primjerice, na svojim web stranicama.

U drugom slučaju – navedu li se, dakle, samo osnove za određenje iznosa za koji će emisijsko poduzeće ponuditi dionice starim dioničarima, a što je redovito slučaj u okviru *Bookbuilding* postupaka – mora se najkasnije tri dana prije isteka roka za posredni upis dionica u glasilu društva i putem elektronskog informativnog medija objaviti cijena koju stari dioničari moraju platiti emisijskom konzorciju za dionice. Odredba čl. 308. st. 6. ZTD-a doduše ne razgraničuje ta dva spomenuta slučaja no to treba učiniti uzme li se u obzir da to čini odredba čl. 308. st. 3. ZTD-a na primjenu koje je odredba čl. 308. st. 6. ponajprije upućena. U suprotnom bi neopravdano došlo do raskoraka neposrednog i posrednog prava prvenstva. Taj rok je obligatoran za razliku od fakultativnog roka iz prvog slučaja.

⁶⁴ V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 74; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 31.

⁶⁵ Tako Barbić, J., op. cit. u bilj. 1, str. 1225.

Bookbuilding postupak može se uspješno koristiti i kad krupniji dioničari kane po prvi puta javno ponuditi svoje dionice zainteresiranim ulagateljima ili, pak, određenom krugu povlaštenih osoba, a društva izdavatelji tih dionica usporedo s tom operacijom po prvi puta izlaze na burzu. Riječ je o tzv. *Initial Public Offerings* – skraćeno *IPO* -, također, i *Going Public*. Do toga može doći i prilikom preoblikovanja društava s ograničenom odgovornošću obiteljskog odnosno drugog zatvorenog tipa u dionička društva. Riječ je i o pogodnom načinu privatiziranja dionica u portfelju države. Stari dioničari nemaju člansko pravo prvenstva upisa novih dionica koje se nude u *IPO* postupcima. Problem određivanja cijene ima posebnu težinu u *IPO* postupcima budući da se tada ne može kao mjerilo uzeti cijena starih dionica konkretnog društva - za razliku od određivanja cijene novih dionica u postupcima povećanja temeljnog kapitala.

3.6.3. GREENSHOE – OPCIJE I DRUGE MJERE KOJIMA SE NASTOJI STABILIZIRATI TRŽIŠTE NOVIH DIONICA

Ugovori o preuzimanju obvezuju u pravilu članove emisijskog konzorcija da skrbe o tečaju novih dionica kako bi suzbili oštre udare na tečaj novih dionica ta tako zaštitili povjerenje ulagatelja u vrijednosni papir kao i povjerenje banaka članova konzorcija u emisijski pothvat u koji su se upustili.⁶⁶ Pravne granice te skrbi postavljene su čl. 466. ZTK-a a razrađene su Pravilnikom koji je HANFA donijela na temelju čl. 469. ZTK-a – Pravilnikom o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta (NN 5/2009).

Trgovina vlastitim dionicama u okviru programa naknadnog otkupa vlastitih dionica i mjere kojima se nastoji stabilizirati tržište novih financijskih instrumenata nisu slučajevi kršenja zabrane manipuliranja tržištem ako su obavljani u skladu s Uredbom Komisije EZ broj 2273/2003 od 22. 12. 2003. o provedbi Smjernice 2003/6 Europskog parlamenta i Vijeća glede iznimaka koje su propisane za programe otkupa i mjere kojima se nastoji stabilizirati tečaj.⁶⁷

Ugovori o preuzimanju u pravilu sadrže odredbe, mjere kojima se kani stabilizirati tržište novoemitiranih vrijednosnih papira. Greenshoe – opcije ubrajaju se među te mjere. Riječ je o opciji plasmana dodatne tranše novoemitiranih vrijednosnih papira. Emisijski konzorcij pribavlja tom opcijom pravo na dodatnu emisiju koja 10 do 15% premašuje obujam planirane emisije vrijednosnih papira.⁶⁸ Greenshoe – opcijama smiruje se, dakle, pojačana potražnja za novoemitiranim vrijednosnim papirima. Vrijednosne papire potrebne za dodatnu emisiju s naslova

⁶⁶ V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 90-92; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 34.

⁶⁷ V. čl. 2. st. 2. toč. 1. ZTK. V. i precizniju odredbu § 20 a st. 1. reč. 1. njemačkog WpHG-a.

⁶⁸ V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 90-92; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 35.

Greenshoe – opcija, emisijskom konzorciju pozajmljuju stari izdavateljevi dioničari koji su se na to obvezali na temelju posebnog ugovora s emisijskim konzorcijem. Naći će se često, s druge strane, i ulagatelji koji će nove dionice htjeti prodati čim prije kako bi realizirali dobit koju su pribavili na temelju razlike u tečaju po kojem su oni kupili odnosno kasnije prodali nove dionice. Špekulacije tog tipa kadre su srušiti tržišni tečaj novih dionica u kratkom razdoblju nakon što su one plasirane na tržište. Emisijski konzorcij ponovno kupuje tada nove dionice kako bi time ponovno stabilizirao tečaj novih dionica. Dionice koje je otkupio emisijski konzorcij može koristiti kako bi vratio dionice koje je pozajmio, njima on ispunjava činiđu na koju se obvezao ugovorom o zajmu što ga je sklopio sa starim dioničarima.⁶⁹ Poraste li, međutim, u međuvremenu tečaj novih dionica, nema nikakvog gospodarskog smisla da se posegne za takvim ponovnim otkupom novih dionica jer bi tada emisijski konzorcij sasvim sigurno pretrpio gubitak. Čl. 10. Pravilnika o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta propisuje štoviše prisilnopravno gornju cjenovnu granicu. Emisijski konzorcij pribavlja u tom slučaju bilo od starih dioničara bilo od društva izdavatelja opciju kupnje – većinom na rok od četiri tjedna – novoemitiranih vrijednosnih papira i to po tečaju koji je vrijedio prilikom prvotne emisije.⁷⁰

Greenshoe – opcije i njima pospješeno stabiliziranje tečaja u načelu je dopušteno te se time posebice ne krši zabrana manipulacije tržištem iz čl. 466. ZTK-a. Zaključak se temelji na odredbi čl. 2. st. 2. toč. 1. ZTK-a koja upućuje na neposrednu primjenu Uredbe Komisije EZ broj 2273/2003 od 22. 12. 2003. o provedbi Smjernice 2003/6 Europskog parlamenta i Vijeća glede iznimaka koje su propisane za programe otkupa i mjere kojima se nastoji stabilizirati tečaj. Greenshoe – opcije dopuštene su stoga ako ne premašuju 15% volumena prvotno planirane emisije i ako se za njihovim ostvarenjem posegne unutar stabilizacijskog roka iz čl. 8. Uredbe Komisije EZ broj 2273/2003.⁷¹ Javnost bez odgađanja treba obavijestiti o ostvarivanju prava s naslova Greenshoe – opcije.⁷²

Greenshoe – opcija nisu pod tim pretpostavkama sporne dogovaraju li se sa starim izdavateljevim dioničarima. Sporno je, međutim, kako društvo izdavatelj može emisijskom konzorciju ispuniti opciju kupnje dodatnih dionica. Poredbena

⁶⁹ V. Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 90-92; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 35.

⁷⁰ Tako Gross, W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/272; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.264; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 90-92; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 35.

⁷¹ Taj stabilizacijski rok iznosi najviše 30 kalendarskih dana. O početku računanja tog roka v. čl. 8. Uredbe Komisije EZ broj 2273/2003. V. i čl. 8. Pravilnika o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta.

⁷² V. čl. 11. c) do f) Uredbe Komisije EZ broj 2273/2003. V. čl. 9. Pravilnika o uvjetima provođenja programa otkupa vlastitih dionica i mjera stabilizacije financijskih instrumenata pod kojima se ostvaruje izuzeće od zabrana zlouporaba tržišta.

praksa nudi u tim slučajevima mogućnost odobrenog povećanja temeljnog kapitala s naslova čl. 323. ZTD-a uz isključenje prava prvenstva, a u skladu s čl. 324. st. 1. i st. 2. ZTD-a.⁷³ Njemački Kammergericht poništio je odluku glavne skupštine kojom je ona ovlastila upravu dioničkog društva da poveća temeljni kapital društva i da pri tom odluči i o isključenju prava prvenstva starih dioničara kako bi se osiguralo da društvo ispuni obveze koje je preuzelo s naslova Greenshoe – opcija.⁷⁴ Uporište za svoju odluku KG nalazi u odredbi § 255. st. 2. AktG-a koja odgovara odredbi čl. 366. ZTD-a, a po kojoj je odluka glavne skupštine o povećanju temeljnog kapitala ulozima pobojna i ako je u cjelini ili djelomično isključeno pravo prvenstva starih dioničara a iznos za koji se one izdaju je neprimjereno nizak. Odluka glavne skupštine poništila se, dakle, s naslova čl. 366. ZTD-a iako u samoj odluci nije bilo ni riječi o iznosu za koji se izdaju nove dionice. Raspravljajući o tome je li u konkretnom slučaju iznos za koji su izdane nove dionice primjeren, KG nije sudio ravnajući se prema cijenama novih dionica u trenutku kad je društvo izdalo emisijskom konzorciju Greenshoe – opciju nego je presudio ravnajući se prema burzovnoj cijeni novih dionica u trenutku kad je emisijski konzorcij zahtijevao ispunjenje svoje Greenshoe – opcije.⁷⁵ Stajalište KG-a naišlo je, posebice zbog tog krivog rezona, na opravdane žestoke kritike u njemačkoj pravnoj književnosti.⁷⁶ Hrvatska poslovna praksa emitiranja Greenshoe – opcija treba u svakom slučaju voditi računa o spomenutoj njemačkoj sudskoj praksi jer se argumenti koji su se tamo iznijeli mogu na odgovarajući način braniti i sa stajališta hrvatskog prava. Izdavanje Greenshoe – opcija u svakom je slučaju rizičnije izdaju li ih dionička društva nego kad ih izdaju stari izdavateljevi dioničari.

Ugovori o preuzimanju često sadrže odredbe o zaštiti tržišta i to u obliku odredbi kojima se štiti od razvodnjavanja vrijednosti novih dionica. Izdavatelj, emitent obvezuje se shodno tome emisijskom konzorciju da će se u određenom razdoblju suzdržati od daljnjeg povećanja temeljnog kapitala i od izdavanja zamjenjivih obveznica s naslova čl. 341. ZTD-a. Obvezuju se ući u te postupke samo nakon što za to pribave prethodnu suglasnost emisijskog konzorcija. Odredbe tog tipa, također, pospješuju plasiranje novih dionica odnosno stabilan razvoj tečaja novih dionica.⁷⁷ Odredbe tog tipa kojima se štiti od razvodnjavanja vrijednosti novih dionica, također, otvaraju brojne probleme. Posebice je sporno može li se društvo uopće odreći svog prava da odlučuje o redovnom povećanju temeljnog kapitala, a ako i može – o kojem je roku tu riječ.⁷⁸ Pravnu zaštitu treba, međutim,

⁷³ Sa stajališta hrvatskom pravu u tom dijelu poredbenog § 202 njemačkog AktG-a v. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 37.

⁷⁴ KG 22.8.2001, BKR 2002, 464, 466.

⁷⁵ KG 22.8.2001, BKR 2002, 464, 466.

⁷⁶ V. opširnije Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 37.

⁷⁷ V. opširnije Fleischer, H., op. cit. u bilj. 1, str. 2314.

⁷⁸ Fleischer, H., op. cit. u bilj. 1, str. 2314, smatra da je valjan dogovor po kojem se društvo odriče redovnog povećanja temeljnog kapitala u roku od 6 mjeseci nakon emisije novih dionica.

pružiti dogovorima kojima se društvo na određeno razdoblje odriče uvjetnog povećanja svog temeljnog kapitala, kao i toga da se nove dionice ne nude javnosti.

Tržište novih dionica daje se stabilizirati i drugim mjerama poput tzv. *lock up agreement*-a koji se sklapaju između starih dioničara i emitenta odnosno članova emisijskog konzorcija. Njima se stari dioničari obvezuju otuđiti svoje dionice u određenom razdoblju nakon emisije novih dionica samo uz suglasnost emisijskog konzorcija odnosno općenito im se uskraćuje pravo da u dogovorenom razdoblju otuđuju svoje dionice.⁷⁹

IV. PRAVNI ODNOS IZMEĐU EMITENTA, IZDAVATELJA I ULAGATELJA

4.1. PRAVO UKORIČENO U VRIJEDNOSNOM PAPIRU KAO MJERILO

Pravni odnos između emitenta i ulagatelja ravna se ponajprije prema pravu koje je ukoričeno u emitiranom vrijednosnom papiru.⁸⁰ Ulagatelji u dionice pribavljaju, dakle, članstvo u dioničkom društvu, emitentu, a ulagatelji u obveznice pribavljaju obveznopravnu tražbinu prema emitentu. Sadržaj dionice kao članstva u dioničkom društvu sustavno je uređen – zadan! - ZTD-om pa ga stoga u skladu s čl. 173. st. 4. ZTD-a nije dopušteno dopunjavati i mijenjati ni statutom. Sadržaj tražbine s naslova emitirane obveznice tek je manjim dijelom iscrpljen odredbom čl. 1135. ZOO-a koja uređuje pojam vrijednosnog papira. Sadržaj tražbine koja je upisana, ukoričena u obveznicu pretežito se stoga određuje općim uvjetima pod kojima je obveznica izdana, a koji čine njen sastavni dio. Odredba čl. 1135. st. 1. i čl. 1157. st. 1. ZOO-a izričito upućuje na to. Opći uvjeti pojedine obveznice otisnuti su na poleđini obveznice izda li se obveznicu u materijaliziranom obliku ili kao prilog čine njen sastavni dio izda li se obveznicu u nematerijaliziranom obliku.⁸¹

Pravni odnos emitenta i vjerovnika s naslova obveznice uređuje se općim uvjetima konkretne obveznice. Ponajprije je riječ o: razdoblju na koje je obveznica izdana, visini prinosa koji obveznica nosi, načinu na koji se taj prinos isplaćuje, te o detaljima vezanim uz pravo emitenta odnosno ulagatelja na raskid.⁸² Vjerov-

Technau, K., op. cit. u bilj. 1, str. 457, generalno osporava pravo dioničkom društvu da se odrekne redovnog povećanja svog temeljnog kapitala.

⁷⁹ V. opširnije Fleischer, H., op. cit. u bilj. 1, str. 2314.

⁸⁰ Tako, primjerice, Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 37.

⁸¹ V. Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 110, 113; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 39.

⁸² O raznim općim uvjetima poslovanja pojedinih obveznica v. pobliže Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 105; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1. Rbr. 9.200; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 40.

nik s naslova obveznice često pribavlja pravo na raskid i kad emitent povrijedi ma koju drugu preuzetu obvezu. Kršenje ma koje druge preuzete obveze povlači po toj klauzuli općih uvjeta za sobom pravo vjerovnika da raskine svoj cjelokupan odnos s emitentom glede obveznice.⁸³ Riječ je o tzv. *cross default* klauzuli. Opći uvjeti konkretnih obveznica sadrže u pravilu i druge klauzule kojima se štite vjerovnici s naslova emitiranih obveznica. Tzv. *negative pledge* klauzulama obvezuje se emitent prema ulagatelju, vjerovniku s naslova obveznice da će za vrijeme važenja obveznice uskratiti svim svojim drugim vjerovnicima bilo kakva sredstva osiguranja ako istodobno ne ponudi i imatelju obveznica da će i tražbine koje on ima prema njemu s naslova obveznica dodatno osigurati i to razmjerno osiguranju koje daje tim svojim drugim, potonjim vjerovnicima.⁸⁴ Otvori li se nad emitentom stečajni postupak, *negative pledge* klauzulama kani se imateljima obveznica ponuditi šansu da ostanu u istom naplatnom razredu iz stečajne mase s drugim vjerovnicima stečajnog dužnika, emitenta. Opći uvjeti konkretnih obveznica sadrže u pravilu i tzv. *Pari-passu* klauzule. Njima se emitent obvezuje prema ulagatelju, vjerovniku s naslova obveznice da za vrijeme važenja obveznica neće preuzimati obveze koje bi glede svog namirenja imale prednost pred emitentovim obvezama s naslova obveznica.⁸⁵

4.2. IMAJU LI OPĆI UVJETI KONKRETNIH OBVEZNICA KARAKTER OPĆIH UVJETA POSLOVANJA U SMISLU ČL. 295. ZOO-A?

Sporno je, imaju li uopći opći uvjeti obveznica karakter općih uvjeta poslovanja u smislu čl. 295. ZOO-a, a, ako ga imaju, treba li ispuniti pretpostavke za njihovu primjenu koje su propisane tom odredbom te jesu li opći uvjeti obveznica podvrgnuti sudskoj kontroli općih uvjeta poslovanja s naslova čl. 296. ZOO-a odnosno čl. 96. ZZP-a.⁸⁶ Emitent i članovi emisijskog konzorcija jednim dijelom neposredno pregovaraju o uvjetima pod kojima se izdaju obveznice; emitent ne predlaže, dakle, uvijek ulagatelju u smislu čl. 295. st. 1. ZOO-a opće uvjete pod kojima se izdaju obveznice. O općim uvjetima izdanja obveznica čak se ni tada neposredno ne progovara u odnosu između emitenta i ulagatelja. Članovi emisijskog konzorcija nastupaju k tome u pregovorima s emitentom o općim uvjetima emisije obveznica prije s - barem gospodarski gledano! - pozicije mešetara, posrednika nego kupca odnosno vjerovnika s naslova pribavljene obveznice.⁸⁷ Opći

⁸³ V. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 40.

⁸⁴ V. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 40.

⁸⁵ V. Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 40.

⁸⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 41.

⁸⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 41.

uvjeti konkretnih obveznica imaju, dakle, u načelu dodirne točke s općim uvjetima poslovanja u smislu čl. 295. ZOO-a te stoga glede općih uvjeta obveznica nije moguće unaprijed u potpunosti isključiti barem zaobilaznu, rezidualnu primjenu pravila ZOO-a i ZZP-a o općim uvjetima poslovanja. Nama u tom dijelu pored-bena praksa njemačkog BGH – u predmetu Klökner – izjasnila se u prilog tog načelnog stajališta.⁸⁸ Ostaje međutim sporno u kojoj će mjeri u pojedinom slučaju zaista i doći do te primjene; kako se, naime, konkretno izražava unutarnja pravna srodnost općih uvjeta poslovanja i uvjeta pod kojima se izdaje obveznice.

Raspravu o tome jesu li uvjeti pod kojima su izdane obveznice opći uvjeti poslovanja nije moguće voditi ako se prethodno ne razgraniče slučajevi u kojima emitent sam, bez pomoći emisijskog konzorcija, provede emisiju određenih efekata (tzv. vlastita emisija) od slučaja kad emitent taj posao obavi uz pomoć emisijskog konzorcija (tzv. tuđa emisija).⁸⁹ Tuđa emisija karakteristična je po tome što odredbe pod kojima se izdaju obveznice ne predlaže jedna strana, te odredbe nisu k tome sastavljene za veći broj ugovora; emitent je, naime, neposredno s članovima konzorcija ispregovarao odredbe pod kojima se izdaju obveznice.⁹⁰ Emitent i ulagatelj prilikom vlastite emisije – u vlastitoj emisiji ne sudjeluje emisijski konzorcij! – u svakom slučaju neposredno ne pregovaraju o odredbama pod kojima se izdaju obveznice.⁹¹ Odgovor na pitanje jesu li odredbe pod kojima se izdaju obveznice valjano uklopljene u obveznicu, također, ovisi o tome je li riječ o vlastitoj ili tuđoj emisiji. Članovi emisijskog konzorcija uvijek su, naime, trgovci, a oni su kao poseban krug sudionika u obveznim odnosima podvrgnuti strožim standardima pozornosti te su izloženi primijeni autonomnog trgovačkog prava. Ako emitent i članovi emisijskog konzorcija neposredno ne ispregovaraju određene uvjete izdanja obveznica, a ti uvjeti imaju karakter općih uvjeta poslovanja, oni će se ugovoriti samo ako se ispune pretpostavke propisane čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a. Prilikom odluke o tome jesu li se te pretpostavke ispunile treba uzeti u obzir da su članovi emisijskog konzorcija – dakle suugovaratelji korisnika općih uvjeta poslovanja odnosno emitenta! – trgovci i da stoga prilikom sklapanja ugovora putem općih uvjeta poslovanja nisu zaštićeni poput ostalih osoba građanskog prava, posebice potrošača.⁹² Članovi emisijskog konzorcija stječu vrijednosne papire u svakom slučaju u vezi s obavljanjem svoje gospodarske djelatnosti, dok kod vlastite emisije ulagatelji stječu vrijednosne papire za svoje privatne potrebe. Po tom bi stajalištu bilo, dakle, moguće da formalno jedno te ista obveznica ima na koncu različit sadržaj ovisno o tome je li riječ o vlastitoj ili tuđoj emisiji. Više je

⁸⁸ V. presudu BGH od 5. 10. 1992., BGHZ 119, 305, 312.

⁸⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 42.

⁹⁰ V. Jaussen, E., op. cit. u bilj. 1, str. 1865; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 42.

⁹¹ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 42.

⁹² V., primjerice, izričite odredbe § 305 st. 2. BGB-a i § 310 st. 1. BGB-a.

nego dvojbeno kako bi se takav zaključak branio, koji bi ga interesi bili kadri pravdati. Još je problematičnije to što bi po tom stajalištu sadržaj jedno te iste obveznice ovisio kod vlastite emisije o tome je li obveznicu stekao trgovac ili, pak, potrošač.⁹³ O tome je, naime, riječ ustraje li se na suštinski različitim pretpostavkama primjene općih uvjeta izdanja obveznica glede trgovaca, s jedne strane, te ostalih skupina osoba građanskog prava, s druge strane.

Nisu prihvatljive razlike u pravnom baratanju uvjetima pod kojima se izdaju obveznice ovisno o tome je li riječ o vlastitoj ili tuđoj emisiji. Kod tzv. tuđih emisija emitent i članovi konzorcija u pravilu neposredno pregovaraju o uvjetima pod kojima se izdaju obveznice pa tada očito još ne može biti govora o općim uvjetima poslovanja u smislu čl. 295. ZOO-a.⁹⁴ Uvjeti izdanja obveznica o kojima se nije neposredno pregovaralo u smislu čl. 295. st. 1. ZOO-a, koje emitent ili emisijski konzorcij predlaže drugoj strani odnosno ulagatelju pojavljuju se, dakle, tek u času kad emisijski konzorcij odnosno članovi emisijskog konzorcija sklope ugovor o kupoprodaji obveznica s pojedinim ulagateljem.⁹⁵ Sagledaju li se uvjeti izdanja obveznica kao opći uvjeti poslovanja tek kad se sklopi ugovor o kupoprodaji obveznica s prvim ulagateljem, sporno je kako bi emitent u odnosu prema prvom ulagatelju trebao ispuniti stroge pretpostavke propisane odredbom čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a. Još je manje jasno kako bi se te pretpostavke uopće mogle ispuniti glede kasnijih ulagatelja koji obveznice ne stječu od emitenta odnosno emisijskog konzorcija nego od ranijih ulagatelja.

Treba, dakle, prihvatiti drukčije, ispravno stajalište prema kojem opći uvjeti pod kojima se izdaju obveznice postaju prilikom tuđe emisije sastavni dio ugovornog odnosa već u času kad se uspostavi odnos između emitenta i emisijskog konzorcija odnosno članova emisijskog konzorcija. U trenutku kad emisijski konzorcij odnosno članovi emisijskog konzorcija preprodaju obveznice ulagatelju nije stoga potrebno ponovno posebno unositi opće uvjete pod kojima se izdaju obveznice u ugovor koji emisijski konzorcij odnosno članovi emisijskog konzorcija sklapa s ulagateljem budući da su oni u tom trenutku ionako sastavni dio predmeta kupoprodaje odnosno prodane tražbine.⁹⁶ Emisijskom konzorciju odnosno članovima emisijskog konzorcija ne preostaje ništa drugo nego da ulagateljima otuđe obveznice koje imaju i koje su čvrsto dogovorene u odnosu s emitentom. Opći uvjeti pod kojima se izdaju obveznice više se jednostavno ni teoretski ne daju mi-

⁹³ Od te kritike polazi i Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 42.

⁹⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 43.

⁹⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 43.

⁹⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/166; Hopt, K.J., op. cit. u bilj. 1 FS Steindorf, str. 366; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 44.

jenjati ili dopunjavati ugovorom o kupoprodaji tražbina odnosno obveznica nakon što emitent i emisijski konzorcij odnosno članovi emisijskog konzorcija dogovore sadržaj obveznica koje treba izdati.⁹⁷ Emisijski konzorcij odnosno članovi emisijskog konzorcija ne mogu pregovarati s ulagateljem o sadržaju obveznica jer u njihovom odnosu uvijek treba poći od već zadanog sadržaja obveznice. Uvjeti pod kojima se emitiraju, izdaju obveznice nisu, dakle, po svojoj pravnoj prirodi puki uvjeti, odredbe ugovora o kupoprodaji obveznice, posrijedi je sam sadržaj ugovora o kupoprodaji obveznice. Tvrdnja se ne tiče samo tuđe emisije nego i vlastite emisije. Čine li, naime, opći uvjeti izdanja obveznica prilikom tuđe emisije sam predmet ugovora o kupoprodaji obveznice, to treba vrijediti i za vlastite emisije obveznica. Pravnu prirodu općih uvjeta izdanja obveznica treba vezati uz predmet ugovora o kupoprodaji tražbine, obveznice, neovisno o tome kako će se odrediti sadržaj ugovora između emitenta i emisijskog konzorcija odnosno članova emisijskog konzorcija, a na temelju kojeg nastaju obveze s naslova emitiranog vrijednosnog papira.⁹⁸ Sporno je, naime, je li ugovor kojim se zasniva obveza iz vrijednosnog papira usmjeren tek na puko formalnopravno zasnivanje obveza koje proizlaze iz skripture vrijednosnog papira – koje se, dakle, tiču tek isprave u kojoj je ukoričena tražbina s naslova obveznice!⁹⁹ ili je, pak, ugovor kojim se zasniva obveza iz vrijednosnog papira usmjeren na zasnivanje prava koja su materijalnopravno ukoričena u obveznici¹⁰⁰. Ugovor kojim se zasniva obveza iz vrijednosnog papira u svakom slučaju treba smatrati sastavnim dijelom posla ispunjenja – modusa! – odnosno prijenosa ili pribavljanja kupljene, buduće, tražbine, a ne ugovorom o kupoprodaji tražbine kao temeljnim, kauzalnim poslom.¹⁰¹

Uvjeti pod kojima se izdaju obveznice nisu, dakle, opći uvjeti poslovanja ugovora o kupoprodaji tražbine u smislu ZOO-a i ZZP-a, oni, naime, izražavaju sam sadržaj tražbine kao predmeta kupoprodaje. Uporište za to stajalište može se naći i u potpunom izostanku izričitih zakonskih odredbi o sudskoj kontroli uvjeta pod kojima se emitiraju vrijednosni papiri. Sadržaj vrijednosnih papira u smislu čl. 1136. ZOO-a, posebice, nije podvrgnut sudskoj kontroli s naslova čl. 296. ZOO-a. Odredbe koje uređuju zajam, posebice, potrošački zajam, također, nisu primjenji-

⁹⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 44.

⁹⁸ O tzv. ugovornoj teoriji glede nastanka obveza iz vrijednosnih papira koja je vladajuća u pravnoj književnosti – uz određene korekcije s pozicija teorije pravnog privida! – v. pobliže Rastovčan, P./Luger-Katušić, R., Vrijednosni papiri Mjenica i Ček, Zagreb, 1985, 5. izmijenjeno izdanje, Zagreb, str. 10-12.

⁹⁹ To stajalište zastupaju Zöllner, W., Wertpapierrecht, 14. izdanje, 1987, § 6 V 4 str. 39 i Assman, op. cit. u bilj. 1, str. 1058.

¹⁰⁰ Tako ispravno Hüeck, A./Canaris, C.W., Recht der Wertpapiere, 12. izdanje, 1986, § 3 I 2b), str. 31.

¹⁰¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga, J., op. cit. u bilj. 1, str. 72; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 44.

ve na uvjete pod kojima se izdaju obveznice. Emitent, emitirajući obveznice, uzima doduše u gospodarskom smislu kredit, no pravno nije riječ o ugovoru o zajmu nego o ugovoru o kupoprodaji obveznica, a to je najjasnije upravo po razlikama u strukturi predmeta zajma i različitih uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, a koji su ključan element kupoprodaje obveznica. Nema nikakvog zakonskog uporišta po kojem bi se posebna zaštita od nepoštenih odredbi ugovorenih putem općih uvjeta poslovanja dala neposredno primijeniti i na uvjete za izdavanje obveznica odnosno drugih vrijednosnih papira. Problem shvaćanja općih uvjeta za izdavanje obveznica sa stajališta pravila o primijeni i kontroli općih uvjeta poslovanja može se sagledati i iz drugog ugla; što bi, naime, sadržajno od konkretne obveznice uopće i preostalo ako se opći uvjeti za izdavanje obveznica ne bi primijenili budući da u konkretnom slučaju nisu ispunjene pretpostavke propisane čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a? Taj pogled na stvar ne izmiče sam po sebi isključivo sadržajnu, materijalnopравnu sudsku kontrolu uvjeta za izdavanje obveznica sa stajališta čl. 296. ZOO-a.¹⁰² Sadržajnu, materijalnopравnu sudsku kontrolu iz čl. 296. ZOO-a treba u svakom slučaju oštro odijeliti od pretpostavki za primjenu općih uvjeta poslovanja iz čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a. Potpuni nedostatak mjerila za sudsku kontrolu uvjeta za izdavanje obveznica i mjerila koja su kadra zakonsko uređenje općih uvjeta poslovanja primijeniti na odgovarajući način i na uvjete za izdavanje obveznica – potkrjepljuju usprkos tome stajalište po kojem za primjenu općih uvjeta za izdavanje obveznica nije potrebno ispuniti pretpostavke propisane čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a. Kako će se, naime, odrediti dospijeće obveznice, visina prinosa po obveznici te način isplate tog prinosa zaključi li se da uvjeti pod kojima se izdaju obveznice nisu uneseni u ugovor u skladu sa zahtjevima čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a? Uzme li se da tada uvjeti pod kojima su izdane obveznice nisu postali sastavni dio ugovora, ugovor o kupoprodaji obveznica morao bi po logici stvari biti ništav budući da se strane nisu suglasile o bitnim sastojcima ugovora.¹⁰³ Zahtjevi čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a u pravilu nisu ispunjeni, a ne daju se ni ispuniti, jer se uvjeti pod kojima se izdaju obveznice fizički ne uručuju ulagateljima u obveznice budući da se i same obveznice izdaju u nematerijaliziranom obliku te ih ulagatelj u konačnici pribavlja tako da mu se doznače na njegov račun u SKDD-u odnosno drugom odgovarajućem inozemnom depozitoriju vrijednosnih papira.¹⁰⁴

Protiv primijene čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a na uvjete pod kojima se izdaju obveznice govori još jedan dodatan razlog: uvjeti pod kojima se izdaju obveznice postali bi, naime, prema tom pogrešnom rezonu sastavni dio ugovora tek nakon

¹⁰² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Assmann, H.D., op. cit. u bilj. 1, str. 1058-1060; Ekkenga, J., op. cit. u bilj. 1, str. 71; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 45.

¹⁰³ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Assmann, H.D., op. cit. u bilj. 1, str. 1058; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 45.

¹⁰⁴ Tako Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 115; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 45.

što bi se utvrdilo tko je kupio pojedinu obveznicu – budući da dispozitivne odredbe čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a u trgovačkom prometu potiskuje preča praksa među ugovarateljima odnosno trgovački običaji. To bi pak dovelo do toga da naizgled jedno te iste obveznice imaju različit sadržaj pa se stoga ni u prometu naizgled jedno te ista obveznica ne da zamijeniti za drugu koja je naizgled ista kao i prva. Primijene čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a na uvjete pod kojima se izdaju obveznice očito se protivi pravnoj prirodi obveznica jer bi obveznice u suprotnom izgubile prometnost kao svoje ključno obilježje.¹⁰⁵

Za primjenu uvjeta pod kojima se izdaju obveznice nije stoga potrebnu ispuniti stroge pretpostavke propisane čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a.¹⁰⁶ Zakonodavac očito nije kanio pooštriti odredbe čl. 1135. ZOO-a o vrijednosnim papirima tako da za njihovu primjenu zahtijeva postupanje u skladu s čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a.¹⁰⁷

4.3. SADRŽAJNA, MATERIJALNOPRAVNA KONTROLA UVJETA POD KOJIMA SE IZDAJU OBVEZNICE

Nisu sporne tek pretpostavke primjene uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, sporno je i jesu li uvjeti pod kojima se izdaju obveznice podvrgnuti materijalnopravnoj sudskoj kontroli te ako jesu s kojeg je to naslova. Ovaj problem ima brojne sličnosti s problemom primjene uvjeta pod kojima se izdaju obveznice. Uvjeti pod kojima se izdaju obveznice nisu – kao što je već rečeno – opći uvjeti poslovanja u smislu ZOO-a i ZZP-a. Njima se, naime, izražava sam predmet kupnje odnosno sama bit obveznice.¹⁰⁸ Odredbe čl. 296. st. 1. ZOO-a o sudskoj kontroli nepoštenih odredbi općih uvjeta poslovanja, ne primjenjuju se, naime, glede odredbi o predmetu ugovora ako su jasne, razumljive i lako uočljive. Nema k tome ni zakonskog uporišta po kojem bi pravila o sudskoj kontroli općih uvjeta poslovanja vrijedila na odgovarajući način i za sudsku kontrolu uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, općenito uzevši nema zakonskog uporišta za analognu primjenu pravnog režima općih uvjeta poslovanja i na vrijednosne papire kao poseban oblik obveznog odnosa.

Sadržajna, materijalnopravna kontrola uvjeta pod kojima se izdaju obveznice s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a otpada i zbog niza drugih razloga. Emitent i emi-

¹⁰⁵ Tako Assmann, H.D., op. cit. u bilj. 1, str. 1060; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 115; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 45.

¹⁰⁶ Tako sa stajališta čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a poredbenog § 305 st. 2. BGB-a Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 115; Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/166; Ekkenga, J., op. cit. u bilj. 1, str. 71; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 47.

¹⁰⁷ U tom smislu sa stajališta čl. 1135. ZOO-a poredbenopravnog §§ 793, 796 BGB-a Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 115.

¹⁰⁸ Tako sa stajališta čl. 296. st. 3. ZOO-a poredbenog § 307 st. 3. reč. 1. BGB-a, a u vezi s §§ 307 st. 1., st. 2., 308 BGB-a, Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 48.

sijski konzorcij u pravilu neposredno pregovaraju o uvjetima pod kojima se izdaju obveznice pa stoga u slučajevima tzv. tuđih emisija već zbog toga ne može biti riječi o općim uvjetima poslovanja u smislu odredbe čl. 295. st. 1. ZOO-a, a shodno tome ni o sudskoj kontroli općih uvjeta poslovanja s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a. Primjena čl. 296. st. 1. ZPP-a glede uvjeta pod kojima se izdaju obveznice teško se daje braniti argumentom prijevarnog zaobilaženja prava – konkretno odredbe čl. 296. st. 1. ZOO-a! - budući da uključivanje članova emisijskog konzorcija u emisijski posao u pravilu ne služi isključivo otklanjanju pravnog režima zaštite od nepoštenih odredbi dogovorenih putem općih uvjeta poslovanja.¹⁰⁹ Primjena čl. 296. st. 1. ZOO-a na uvjete pod kojima se izdaju obveznice nosi sa sobom i daljnje poteškoće jer nameće različit režim sudske kontrole uvjeta pod kojima se izdaju obveznice ovisno o tome stječu li ih poduzetnici ili, pak, osobe koje to nisu.¹¹⁰ Fungibilnost, izmjenjivost emitiranih obveznica – dakle vrijednosnih papira! – jednostavno ne trpi različit pravni tretman tražbina koje su ukoričene u obveznici ovisno o tome tko je imatelj konkretne obveznice.¹¹¹ Uvjeti pod kojima se izdaju obveznice upućeni su bez daljnjega i potrošačima te drugim osobama koje nisu poduzetnici, pa bi samo s tog uskog stajališta zaista bilo teško napasti rezon po kojem barem tada treba dopustiti općenitu primjenu sudske kontrole s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a.¹¹² Tom rezonu odlučno međutim staju na put neizbježne materijalnopravne razlike u kontroli naizgled jedno te istih uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, a ovisno o tome je li obveznice stekao ulagatelj potrošač ili, pak, ulagatelj poduzetnik.

Uvjeti pod kojima se izdaju obveznice nisu podvrgnuti sudskoj kontroli općih uvjeta poslovanja s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a. Pretpostavke primijene čl. 296. st. 1. ZOO-a i ništavost kao pravna posljedica te sudske kontrole jednostavno se ne dadu uklopiti u shvaćanje obveznice kao vrijednosnog papira. Problem sadržajne, materijalnopravne kontrole uvjeta pod kojima se izdaju obveznice s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a ne može se međutim rješavati poprijeko kao problem primjene uvjeta pod kojima se izdaju obveznice sa stajališta čl. 295. st. 4. i st. 5. ZOO-a. Ne može se, naime, tek tako preći preko opravdanog interesa koji ide za tim da se iznađe neki oblik materijalnopravne, sudske kontrole uvjeta pod kojima se izdaju obveznice. Nije, naime, uopće sporno da je ulagatelj u obveznice izložen primjeni uvjeta pod kojima se izdaju obveznice slično kao što je suogovaratelj

¹⁰⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Assmann, H.D., op. cit. u bilj. 1, str. 1064; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 49.

¹¹⁰ O strožem režimu sudske kontrole klauzula općih uvjeta poslovanja ugovorenih među trgovcima v. na primjeru klauzula o ugovornoj kazni i klauzula s paušaliziranim zahtjevima za naknadu štete Miladin, P., Ugovaranje PLD-klauzula putem općih uvjeta poslovanja i među trgovcima, ZPFZ 6/2002, str. 1285. V. u tom smjeru i izričitu odredbu § 310 st. 1. BGB-a.

¹¹¹ Tako Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.214; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 49.

¹¹² Taj rezon brani, primjerice, Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 115.

korisnika općih uvjeta poslovanja izložen primjeni općih uvjeta poslovanja. Materijalnoppravna kontrola uvjeta pod kojima se izdaju obveznice zahvaća, međutim, odnos emitenta i ulagatelja budući da ponajprije emitent utječe na utvrđivanje sadržaja uvjeta pod kojima se izdaju obveznice. Emitent ima u tom smislu neposredan interes. Banke članice konzorcija ne pregovaraju o uvjetima pod kojima se izdaju obveznice – barem kad se stvar gleda gospodarski! – s pozicije kupca odnosno imatelja obveznice nego s pozicije posrednika, mešetara. One stoga često ne ostvaruju potrebnu kontrolnu funkciju uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, već tu funkciju prepuštaju svom ugovornom partneru, emitent koji inače ekonomski nije ništa jači od njih.¹¹³ Razumije se samo po sebi da interesi emitenata često ne idu pod ruku s interesima ulagatelja, a često su posrijedi i međusobno oprečni interesi. Uporište za materijalnoppravnu kontrolu uvjeta pod kojima se izdaju obveznice treba stoga tražiti s naslova zaštite načela savjesnosti i poštenja odnosno odredbe čl. 4. ZOO-a, a ne s naslova čl. 296. st. 1. ZOO-a.¹¹⁴ Odluku o tome kose li se uvjeti pod kojima se izdaju obveznice s načelom savjesnosti i poštenja treba donijeti nakon što se uzme u obzir sudska praksa vezana uz odredbu čl. 296. ZOO-a.¹¹⁵ Ovo rješenje posebice je prihvatljivo jer ne razgraničuje u toj mjeri kao čl. 296. st. 1. ZOO-a pravni tretman poduzetnika i osoba koje to nisu¹¹⁶ pa samim time ne ugrožava ni fungibilnost, izmjenjivost obveznica. Načelo savjesnosti i poštenja pruža u svakom slučaju dobru osnovu za utvrđivanje i provedbu jedinstvene – dakle i za poduzetnike i za osobe koje to nisu - donje granice transparentnosti uvjeta pod kojima se izdaju obveznice.¹¹⁷

Ulagatelji nisu u svakom slučaju zaštićeni isključivo s naslova sadržajne, materijalnoppravne kontrole uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, a prema čl. 4. ZOO-a; oni su, naime, zaštićeni i sa stajališta prava tržišta kapitala, posebice, sa stajališta uređenja obveza iz prospekta i općenito s naslova odgovornosti za prospekt. Posrednici i savjetnici pri ulaganjima obvezni su ulagatelje, posebice, savjetovati o ulaganju, razjasniti im okolnosti koje su bitne za odluku o tome treba li uložiti.¹¹⁸

¹¹³ Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/162; Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.209; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 102; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 50.

¹¹⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 50.

¹¹⁵ U tom smislu sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Jousen, E., op. cit. u bilj. 1, str. 1869; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 50.

¹¹⁶ Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 50, pogrešno smatra da s naslova § 242 BGB-a – dakle čl. 4. ZOO-a sa stajališta hrvatskog prava - nema nikakve razlike između pravne zaštite poduzetnika i osoba koje to nisu.

¹¹⁷ Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.200 – 9.222 zagovara načelo transparentnosti kao mjerilo te pri tom raspravlja o poteškoćama vezanim uz određivanje jedinstvenog mjerila te transparentnosti.

¹¹⁸ Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 51.

4.4. UGOVOR O PREUZIMANJU KAO UGOVOR U KORIST ULAGATELJA

Pravni odnos emitenta i ulagatelja ravna se i prema ugovoru o preuzimanju jer taj ugovor sadrži dio ugovornih odredbi u korist ulagatelja u smislu čl. 337. ZOO-a. Emisiju dionica karakterizira, primjerice, obveza emisijskog konzorcija ponuditi starim dioničarima pravo prvenstva upisa novih dionica razmjerno svom dotadašnjem sudjelovanju u temeljnom kapitalu društva.¹¹⁹ I kod emisije obveznica susreću se elementi ugovora u korist ulagatelja. Elemente ugovora u korist ulagatelja ima u pravilu ugovor između osobe koja pruža osiguranje, primjerice emitentova društva majke, i povjerenika, najčešće voditelja konzorcija, a kojim povjerenik pribavlja neakcesorna sredstva osiguranja za emitirane obveznice.¹²⁰ Tada je moguć ugovor u korist trećega u svom čistom obliku, tako da ulagatelj, imatelj obveznice pribavlja neposredan i samostalan zahtjev za ispunjenje ugovora o zasnivanju određenog sredstva osiguranja, a moguć je, s druge strane, i bitno izmijenjen oblik ugovora u korist trećega kod kojega je imatelj obveznice doduše krajnji korisnik, no on time svejedno ne pribavlja svoj neposredan zahtjev za ispunjenje ugovora o zasnivanju određenog sredstva osiguranja.¹²¹

Ako za vrijeme važenja obveznice nije potrebno posebno skrbiti, upravljati odobrenim sredstvima osiguranja – a za što je u pravilu zadužen voditelj emisijskog konzorcija! –, ugovor o zasnivanju pojedinih sredstava osiguranja mogu sklopiti neposredno pružatelj osiguranja i imatelj obveznice.¹²² Akcesorna sredstva osiguranja, posebice jamstvo, zahtijevaju štoviše da jamac, najčešće emitentova majka u koncernu, i imatelj obveznice neposredno sklope ugovor o jamstvu. Jamčev vjerovnik i vjerovnik tražbine prema glavnom dužniku iz osnovnog odnosa mora, naime, na temelju čl. 104. ZOO-a biti jedno te ista osoba.¹²³ Cedira li se glavna tražbina, pravilo svejedno vrijedi.¹²⁴ Praksa stoga češće poseže za neakcesornim, apstraktnim sredstvima osiguranja poput garancija; posebice se koriste tzv. *deed pul* garancije koje su uvriježene u angloameričkoj praksi emitiranja obveznica.¹²⁵

¹¹⁹ V. čl. 308. st. 6. ZTD-a. V. u tom smislu Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2244; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 69.

¹²⁰ Tako Kümpel, S., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 9.223; Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/198; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 52.

¹²¹ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 52.

¹²² V. Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/197, 198; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 53.

¹²³ Tako sa stajališta čl. 104. ZOO-a poredbenog § 765 BGB-a Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/197.

¹²⁴ V. u tom smislu i za nas poučnu odluku BGH WM 1991, 1869.

¹²⁵ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 53; Bosch, U., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 10/198.

4.5. DALJNJE POSEBNOSTI PRAVNOG ODNOSA EMITENTA I ULAGATELJA – TZV. COLLECTIVE ACTION CLAUSES

Dužnička kriza zemalja u razvoju devedesetih godina prošlog stoljeća¹²⁶ razotkrila je svu slabost postojećeg pravnog mehanizam reprogramiranja državnog duga – ponajprije u obliku državnih obveznica. Odnos Argentine prema tzv. *hold-outs* zorno predočuje kakvi se sve problemi mogu pojaviti zapadne li država u ozbiljne poteškoće s otplatom svog vanjskog duga, a pri tom zataji i mehanizam reprogramiranja tog duga.¹²⁷

MMF i Skupina G 10 – dva ključna međunarodna faktora po pitanju državnog duga – različito su se postavila prema spomenutim problemima. MMF je problemu pristupio krajnje ambiciozno zalažući se za uspostavljanje koncepta stečaja država, a G 10 je, s druge strane, vodio politiku “malih koraka” koja je rješenja tražila na ugovornoj osnovi.¹²⁸ Bit ugovornog koncepta ide za tim da se prilikom međunarodnih emisija državnih obveznica uvriježe standardizirane klauzule uvjeta pod kojima se te obveznice izdaju u dijelu koji se tiče načina na koji imatelji obveznica stvaraju, obrazuju svoju poslovnopravnu volju te položaja zastupnika koji je u pravnom i poslovnom prometu očituje volju imatelja obveznica prema trećima. U žarištu pažnje našle su se klauzule uvjeta pod kojima se izdaju obveznice, koje dopuštaju da imatelji određene emisije obveznica svojom većinskom odlukom izmijene, posebice, financijske uvjete pod kojima su izdane obveznice. Riječ je o tzv. *collective action clauses*.¹²⁹ Rascjepkana, relativna obveznopravna pozicija pojedinih imatelja obveznica iste emisije obveznica tim se klauzulama okuplja, povezuje u posebnu, zajedničku pravnu poziciju svih imatelja jedno te istih obveznica. *Collective action* klauzule proklamiraju, dakle, načelo kolektivne vezanosti imatelja obveznica iste emisije obveznica klauzulama uvjeta pod kojima su obveznice te iste emisije izdane.¹³⁰ Imatelji obveznica iste emisije imaju utoliko isti položaj, emitent je obavezan jednako tretirati sve imatelje obveznica iste emisije. Skupština imatelja obveznica – koju u pravilu saziva dužnik, emitent! – kadra je običnom većinom danih glasova donijeti odluke kojima su se dužni podvrći svi imatelji obveznica; pa i kad su glasovali protiv odluke koju je donijela skupština imatelja obveznica. Običnom većinom danih glasova imatelja obveznica donose se odluke o izmjenama i dopunama sporednih uglavaka uvjeta pod kojima su izdane

¹²⁶ Kriza Meksika iz 1994/1995; Rusije 1998; azijska kriza 1997/1998 te, posebice, problem duga Argentine iz 2000/2001.

¹²⁷ V. o tome Sester, P., op. cit. u bilj. 1, str. 630, 631.

¹²⁸ Taj koncept dade se dobro razabrati iz tzv. Rey-Reporta iz 1996. V. Group of 10: The Resolution of Sovereign Liquidity Crises, A Report to Ministers and Governors, 1996; dostupno na www.bis.org/publ/gten03.pdf.

¹²⁹ V. o tim klauzulama pobliže Schneider, H., op. cit. u bilj. 1, str. 69, 70.

¹³⁰ Tako, konkretno, čl. 4. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

obveznice. Mijenja li se odlukama skupštine imatelja obveznica bitno sadržaj klauzula uvjeta pod kojima su izdane obveznice, skupština imatelja obveznica donijet će u pravilu takve odluke tročetvrtinskom većinom zastupljenih glasova prilikom glasovanja o spomenutim izmjenama.¹³¹ Bitni sadržaj uvjeta pod kojima su izdane obveznice podrazumijeva: pomicanje dospeljeća, smanjenje ili dokidanje prinosa po obveznici; pomicanje dospeljeća iskupa obveznice; smanjenje iznosa za koji će emitent o dospeljeću iskupiti obveznicu; svrstavanje tražbine s naslova obveznice iz početnog višeg isplalnog reda među tražbine nižeg isplalnog reda otvori li se nad emitentom stečaj; zamjena obveznice za dionice, udjele, vrijednosne papire ili za druge činidbe koje imatelju obveznice nudi emitent odnosno neka treća osoba; otpuštanje osiguranja koja je emitent dao imateljima obveznica odnosno pružanje zamjenskih sredstava osiguranja; promjenu valute obveznice; odricanje ili ograničenje imatelja obveznica od njihovog prava na raskid obveznice; nadomještanje emitenta novim dužnikom s naslova obveznice.¹³²

Imatelji obveznica mogu imati i svog zajedničkog zastupnika. Može ga imenovati skupština imatelja obveznica, a može ga se odrediti već u uvjetima pod kojima se izdaju obveznice.¹³³ Imatelje obveznica ne mogu zastupati emitentov radnik, član uprave, nadzornog odbora, upravnog odbora ili drugog sličnog organa. Odluka skupštine imatelja obveznica ništava je ako se kosi s tom zabranom.¹³⁴ Zastupnikova ovlaštenja, također, treba odrediti odlukom skupštine o imenovanju odnosno uvjetima pod kojima se izdaju obveznice. Mijenja li se odlukama zajedničkog zastupnika svih imatelja obveznica bitno sadržaj klauzula uvjeta pod kojima su izdane obveznice, zastupnikova odluka nije valjana dok je ne potvrdi skupština imatelja obveznica.¹³⁵

Pravna služba MMF-a sačinila je izvještaj o tome jesu li *collective action clauses* (njem. *Mehrheitsklauseln*) pravno valjane. Izvještaj se usredotočio na pravo države New York, Japana, Engleske i Njemačke budući da su na tržištima kapitala upravo tih država bile uglavnom emitirane obveznice zemalja u razvoju (tzv. *Emerging Market*). Izvještaj je samo u pogledu njemačkog prava izrazio rezerve glede valjanosti *collective action* klauzula. Nakon toga uslijedio je oštar pad emisije obveznica zemalja u razvoju na njemačkom tržištu kapitala što je bio neposredan povod za donošenje novog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus*

¹³¹ Tako, konkretno, čl. 5. st. 4. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

¹³² Tako, konkretno, čl. 5. st. 3. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

¹³³ Tako, konkretno, čl. 8. st. 1. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

¹³⁴ Tako, konkretno, čl. 8. st. 1. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

¹³⁵ Tako, konkretno, čl. 8. st. 2. njemačkog *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* iz 2009.

Gesamtemissionen iz 2009. koji je uvažio uvijenu kritiku Izvještaja pravne službe MMF-a. To tuđe, njemačko iskustvo treba iskoristiti kako bi se i u hrvatskom pravu probilo stajalište o privatnopravnoj elastičnosti *collective action clauses*.

4.6. ODGOVORNOST IZ PROSPEKTA

4.6.1. POSEBNO ZAKONSKO UREĐENJE ODGOVORNOSTI UZ PROSPEKTA

Obveze vezane uz prospekt propisane su ZTK-om kojim se hrvatsko pravo, među ostalim, u tom dijelu uskladilo sa zahtjevima Smjernice 2003/71 EZ od 4. studenog 2003. o prospektu koji će se objaviti nakon što se vrijednosni papiri javno ponude ili prihvate za trgovanje te kojom se mijenja i dopunjava Smjernica 2001/34 EZ (nadalje Smjernica 2003/71 EZ).¹³⁶ ZTK matično uređuje materiju obveza koje su vezane uz prospekt glede vrijednosnih papira koji se kane javno nuditi odnosno koji se kane uvrstiti na organizirano, uređeno tržište kako bi se njima tamo trgovalo.¹³⁷ Sadržaj prospekta razrađen je Pravilnikom HANFA o minimumu informacija u prospektu, formatu prospekta i objavi prospekta i oglasa u vezi s prospektom.¹³⁸ Pravilnikom HANFA hrvatsko pravo uskladilo se sa zahtjevima Uredbe 809/2004 od 29.4.2004. o provedbi Smjernice 2003/71 EZ glede informacija koje sadrže prospekti i o njihovom obliku, uključivanju informacija upućivanjem i objavljivanjem takvih prospekata i raspisivanju oglasa (nadalje Uredba 809/2004 Komisije EZ).¹³⁹ Novo pravno uređenje obveza s naslova prospekta, posebice, uspostavlja načelo tzv. "europske putovnice" glede emisija vrijednosnih papira. Odobri li prospekt nadležni regulator neke države članice EU, taj prospekt važi i u drugim zemljama članicama EU – nije, dakle, potrebno iznova ishoditi suglasnost nadležnog regulatora one zemlje članice EU u kojoj se kane izdavati pojedini vrijednosni papiri. Ulaskom RH u članstvo EU uspostaviti će se u tom dijelu načelo pune uzajamnosti s ostalim zemljama članicama EU.¹⁴⁰

Kani li se vrijednosnim papirima trgovati na burzi – bilo na redovitom bilo na službenom tržištu¹⁴¹ - potrebno je da burza prethodno odobri uvrštenje pojedinih vrijednosnih papira za trgovanje na redovnom¹⁴² odnosno službenom tržištu¹⁴³.

¹³⁶ V. izričitu odredbu čl. 2. st. 1. toč. 5. ZTK-a.

¹³⁷ V. čl. 349. ZTK-a.

¹³⁸ Pravilnik je objavljen u NN 5/2009.

¹³⁹ V. čl. 2. st. 2. toč. 2. ZTK-a.

¹⁴⁰ V. čl. 380. ZTK-a.

¹⁴¹ O redovitom i službenom tržištu kojima upravlja burza v. čl. 308. ZTD-a i nadalje.

¹⁴² Tako čl. 310. st. 1. ZTK-a.

¹⁴³ Tako čl. 314. st. 1. ZTK-a.

Burza neće dati odobrenje za uvrštenje vrijednosnih papira za trgovanje na redovitom odnosno službenom tržištu ako nisu ispunjene zakonske obveze vezane uz objavu prospekta.¹⁴⁴ ZTK propisuje i iznimke od obveze objavljivanja prospekta kod javne ponude odnosno pri uvrštenju na uređeno tržište.¹⁴⁵ Zahtjev za odobrenje prospekta podnosi u pravilu izdavatelj, emitent, a mogu ga, ovisno o okolnostima pojedinog slučaja, podnijeti i ponuditelj te druga osoba koja je kadra podnijeti zahtjev za uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište.¹⁴⁶ Osobe koje su podnijele zahtjev za odobrenje prospekta odgovaraju ulagatelju ako podaci objavljeni u prospektu nisu točni ili potpuni.¹⁴⁷ Pored njih odgovaraju i osobe koje su na bilo koji način preuzele odgovornost za prospekt.¹⁴⁸ Na temelju čl. 359. st. 4. ZTK-a predmnijeva se obična nepažnja osoba koje su podnijele zahtjev za odobrenje prospekta s netočnim ili nepotpunim podacima. Ulagatelj nije dužan dokazivati krivnju osoba koje odgovaraju za prospekt; teret dokaza – a on bi inače u praksi mogao biti izuzetno tegotan za ulagatelja! - prebačen je s ulagatelja na osobu koja odgovara za prospekt. Osobe odgovorne za prospekt kadre su se osloboditi odgovornosti dokažu li da su pri donošenju odluke o objavljivanju prospekta smjele na temelju primjerenih informacija razumno pretpostaviti da su informacije sadržane u prospektu u skladu sa stvarnim činjenicama te da činjenice koje bi mogle utjecati na istinitost i potpunost prospekta nisu izostavljene.¹⁴⁹ Oslobodit će se, dakle, svoje odgovornosti dokažu li da nisu zbog svoje grube nepažnje imali krivu predodžbu o točnosti i potpunosti podataka sadržanih u prospektu. Odredba čl. 359. st. 4. ZTK-a sročena je tako da se predmnijeva i uzročna veza kao pretpostavka odgovornosti iz prospekta. Ulagatelj nije, naime, dužan dokazati da je emitirane vrijednosne papire stjecao baš na temelju spornog prospekta. Kane li otkloniti svoju odgovornost osobe koje odgovaraju za prospekt dužne su dokazati da ulagatelj nije u konkretnom slučaju stekao emitirane vrijednosne papire na temelju prospekta.¹⁵⁰ Prospekt treba pobuditi kod ulagatelja osjećaj o potrebi kupnje, preuzimanja emitiranih vrijednosnih papira.¹⁵¹ Ulagatelj treba u svakom slučaju steći vrijednosne papire unutar određenog razumnog roka. U nedostatku čvrstog zakonskog mjerila treba poći od toga da je to tako ako je ulagatelj sklopio ugovor o stjecanju vrijednosnih papira nakon što se objavio prospekt a unutar šest mjeseci nakon što su emitirani vrijednosni papiri upisani i uplaćeni odnosno nakon što se počelo s trgovinom već postojećih emitiranih vrijednosnih papira.¹⁵²

¹⁴⁴ Tako čl. 309. 2. toč. 3. ZTK odnosno čl. 313. ZTK-a.

¹⁴⁵ V. čl. 351. i čl. 352. ZTK-a.

¹⁴⁶ V. čl. 369. ZTK-a.

¹⁴⁷ Tako čl. 359. st. 4. ZTK-a.

¹⁴⁸ V. čl. 359. st. 1. toč. 3. i toč. 4. ZTK-a. Usporedi s § 44 st. 1. reč. 1. toč. 2. njemačkog BörG-a.

¹⁴⁹ V. čl. 359. st. 3. ZTK-a. Usporedi i s čl. 252. st. 1. ZTD-a.

¹⁵⁰ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 45 njemačkog BörG-a.

¹⁵¹ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odluku BGH NJW 1982, 2823.

¹⁵² V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 44. st. 1. reč. 1. njemačkog BörG-a.

Stjecatelj ne uživa pravnu zaštitu s naslova odgovornosti iz prospekta, stekne li se emitirani vrijednosni papiri po proteku tog razumnog roka. Naglašeni zahtjevi za pravnom sigurnošću na području tržišta kapitala nameću potrebu da se pitanje tog razumnog roka riješi *de lege ferenda* izričitom odredbom ZTK-a. *De lege ferenda* treba izričito propisati posebne zastarne rokove za odgovornost iz prospekta jer upućivanje na opći zastarni rok iz čl. 225. ZOO-a također ne pridonosi pravnoj sigurnosti. Instrukivan je u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava rok iz § 22. st. 1. reč. 1. njemačkog BörsG-a, a po kojem tražbine ulagatelja prema osobama koje odgovaraju za prospekt zastarijevaju istekom roka od jedne godine nakon što ulagatelj sazna za netočne ili nepotpune informacije iz prospekta, s tim da ta tražbina u svakom slučaju zastarijeva istekom roka od tri godine od dana objave prospekta.

Dužnici s naslova prospekta odgovaraju solidarno, ulagatelj, vjerovnik može zahtijevati ispunjenje cijele tražbine od bilo kojeg dužnika s naslova prospekta. To, međutim, ne znači da svi dužnici odgovaraju ulagatelju neovisno o svojoj krivnji i u slučajevima kad su točno određeni dužnici krivi zbog toga što prospekt ne sadrži točne ili potpune informacije.¹⁵³ U tom smislu treba smisleno primijeniti pravilo čl. 42. ZOO-a o predmnjevi solidarnosti u obvezama s više dužnika u trgovačkim odnosima te u skladu s tim tumačiti odredbu čl. 356. st. 2. te st. 3. toč. 4. ZTK-a.¹⁵⁴

Sporan je sadržaj ulagateljevog imovinskopravnog zahtjeva s naslova prospekta. Odredba čl. 359. st. 4. ZTK-a govori o odgovornosti za štetu; problem je kako konkretno ulagatelj ima pravo namiriti nastalu štetu. Odgovornost dužnika iz prospekta ovisi u svakom slučaju o tome ima li ulagatelj vrijednosni papir u času podizanja tužbe. Ako ulagatelj još uvijek ima taj vrijednosni papir, on ima pravo zahtijevati od emitenta i ostalih dužnika s naslova prospekta da preuzmu njegove vrijednosne papire i da mu zauzvrat dadu naknadu koja uključuje cijenu po kojoj je on stekao vrijednosne papire – pod pretpostavkom da ta cijena ne premašuje iznos za koji su se prvotno izdavali konkretni vrijednosni papiri. Ulagatelj ima uz to i pravo da ga dužnici s naslova prospekta obeštete i za uobičajene troškove što ih je izdvojio prilikom stjecanja vrijednosnih papira.¹⁵⁵ Ako je riječ o emisijama dionica, odgovornost emitenta rezultira stjecanjem vlastitih dionica – a za što nema uporišta u slučajevima dopuštenog stjecanja vlastitih dionica iz čl. 233. st. 3. ZTD-a. Odgovornost emitenta s naslova prospekta mogla bi se sukobiti i s pravilima čl. 217. ZTD-a o zabrani povrata plaćenog. Treba, međutim, tumačiti da pravila o odgovornosti iz prospekta imaju u tom smislu prednost pred odred-

¹⁵³ Tako i Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2287.

¹⁵⁴ O tome da dužnici s naslova prospekta odgovaraju solidarno v. izričitu odredbu § 44 st. 1. reč. 1. njemačkog BersG-a.

¹⁵⁵ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 44 st. 1. reč. 1. njemačkog BörG-a.

bama čl. 217. i čl. 233. ZTD-a.¹⁵⁶ Naglašeni zahtjevi za pravnom sigurnošću na području tržišta kapitala nameću potrebu da se pitanje sadržaja zahtjeva s naslova odgovornosti za prospekt riješi *de lege ferenda* izričitom odredbom ZTK-a.

Otuđi li ulagatelj vrijednosne papire, on ima pravo zahtijevati od dužnika s naslova prospekta razliku između cijene po kojoj je on stekao vrijednosne papire – pod pretpostavkom da ta cijena ne premašuje iznos za koji su se prvotno izdavalali konkretni vrijednosni papiri – i niže cijene po kojoj je on naknadno otuđio te vrijednosne papire. Ulagatelj ima uz to i pravo da ga dužnici s naslova prospekta obeštete i za uobičajene troškove što ih je izdvojio prilikom stjecanja i otuđivanja tih vrijednosnih papira.¹⁵⁷

Obveze vezane uz prospekt ne tiču se samo vrijednosnih papira kojima se trguje na redovitom ili službenom tržištu u smislu čl. 308. ZTK-a već na temelju čl. 349. ZTK-a i vrijednosnih papira koji se nude na temelju javne ponude u smislu čl. 343. toč. 5. ZTK-a. Obveza objave prospekta pogađa stoga i vrijednosne papire kojima se trguje u slobodnom prometu ili izvan burze.¹⁵⁸ Prospekt tada također mora sadržavati imena osoba koje preuzimaju odgovornost za točnost i potpunost informacija sadržanih u prospektu.¹⁵⁹ Emitenti vrijednosnih papira kojima se ne trguje na burzi, također, odgovaraju ulagateljima na temelju čl. 359. ZTK-a.

ZTK ne uređuje posebno pitanje emitentove privatnopravne odgovornosti ako prospekt uopće nije bio objavljen. Čl. 359. st. 1. ZTK-a odgovornost iz prospekta veže uz točnost i potpunost informacija sadržanih u prospektu, a ne i uz činjenicu da prospekt uopće nije bio objavljen.¹⁶⁰ U potonjem slučaju ZTK izričito propisuje samo prekršajnopravnu odgovornost emitenta odnosno drugih mogućih počinitelja.¹⁶¹ Čl. 359. st. 1. ZTK-a treba stoga na odgovarajući način primijeniti kao obrazac posebne privatnopravne odgovornosti ako se u pojedinom slučaju prospekt uopće ne objavi.¹⁶² Pravila ZOO-a o deliktnoj i odgovornosti na temelju odnosa

¹⁵⁶ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivno obrazloženje Vlade SRNJ glede Nacrta 3. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks, 13/8933, str. 78.

BGH NJW 2005, str. 2450, 2452 ostavlja otvorenim ima li zaštita ulagatelja prednost pred načelom održavanja temeljnog kapitala. također, i slučajevima kad je ulagatelj stekao dionice na primarnom tržištu odnosno ako ih je upravo ulagatelj upisao i uplatio. OLG Frankfurt a.M. AG 2000, str. 132, 134, još uvijek pravi razliku između slučajeva kad je ulagatelj dionice stekao tako što ih je upisao i uplatio od slučajeva kad ih je ulagatelj stekao iz druge ruke, derivativno odnosno od nekog svog prednika, dioničara.

¹⁵⁷ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 44 st. 2. njemačkog BörG-a.

¹⁵⁸ Brojne iznimke propisane su čl. 351. ZTK-a.

¹⁵⁹ V. čl. 355. ZTK-a.

¹⁶⁰ O toj odgovornosti emitenta v., primjerice, izričitu odredbu § 13 a njemačkog VerkProspG-a.

¹⁶¹ V. čl. 573. st. 2. toč. 1., toč. 2. i toč. 3. ZTK-a. te čl. 573. st. 3. ZTK-a. ZTK nameće prekršajnopravnu odgovornost i kad se povrijede obveze propisane čl. 359. ZTK-a. V. čl. 573. st. 2. toč. 6. ZTK-a.

¹⁶² V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivne odredbe §§ 13 i 13 a njemačkog VerkProspG-a.

povjerenja omogućuju da se taj slučaj kršenja obveza iz prospekta rješava odgovarajućom primjenom čl. 359. ZTK-a.¹⁶³ Paradigma tog posebnog imovinskopravnog zahtjeva iz prospekta bio je i ostao *sec. 12(a)(1)* američkog *Securities Act*-a iz 1933. Odgovarajući imovinskopravi zahtjev ima stoga i svatko tko stekne vrijednosne papire prije nego što se objavi odgovarajući prospekt, a unutar šest mjeseci nakon što je u tuzemstvu zaključena javna ponuda tih vrijednosnih papira. Taj zahtjev ne otpada ako se naknadno ipak objavi prospekt.¹⁶⁴ Po prirodi stvari prisutne su i razlike između imovinskopravnog zahtjeva kad prospekt uopće nije objavljen i odgovarajućeg zahtjeva kad je objavljen prospekt s netočnim ili nepotpunim informacijama. U prvom slučaju odgovara se, naime, objektivno neovisno o krivnji. Kršenje prisilnopravne obveze objave prospekta treba u svakom slučaju oštrije privatnopravno sankcionirati. Svatko tko komercijalno nudi javnosti ulaganja na tržištu kapitala mora precizno računati s tom strogom posljedicom. Američko pravo tržišta kapitala u tom je smislu više nego precizno: "Section 12(a)(1) is a strict liability section in which Congress used a Draconian remedy to discourage violation of the registration provisions"¹⁶⁵. Ne objavi li tko prospekt, on ne može otkloniti svoju posebnu privatnopravnu odgovornost s naslova prava tržišta kapitala prigovori li svom vjerovniku, tužitelju da bi on bio stekao vrijednosne papire sve i da se bio objavio prospekt.¹⁶⁶

Naglašeni zahtjevi za pravnom sigurnošću na području tržišta kapitala nameću potrebu da se pitanje posebne privatnopravne odgovornosti zbog neobjavljivanja prospekta riješi *de lege ferenda* izričitom odredbom ZTK-a, a u smislu koji je prethodno raspravljen.

4.6.2. ODNOS OPĆE PRIVATNOPRAVNE ODGOVORNOSTI IZ PROSPEKTA PREMA ZOO-U I POSEBNE PRIVATNOPRAVNE ODGOVORNOSTI IZ PROSPEKTA PREMA ZTK

Posebne imovinskopravne zahtjeve s naslova odgovornosti iz prospekta propisane čl. 359. ZTK-a treba u svakom slučaju raspraviti sa stajališta općih pravila ZOO-a o privatnopravnoj odgovornosti s naslova prospekta. Javna ponuda u smislu ZTK-a odnosi se u svakom slučaju isključivo na vrijednosne papire (čl. 343.

¹⁶³ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava, a prije nedavnog izričitog propisivanja § 13 a VerkProspG-a Fleischer, H., op. cit. u bilj.1, str. 345.

¹⁶⁴ V. Fleischer, H., op. cit. u bilj.1, str. 345.

¹⁶⁵ V. Soderquist/Gabaldon, *Securities Regulation*, 4. izdanje, 1999, str. 275; u tom smislu v. i Loss/Seligman, *Securities Regulation*, 3. izdanje, Vol. IX, 1992, str. 4188-4189: "The theory, of course, is deterrence, not restitution."

¹⁶⁶ U tom smislu sa stajališta američkog i njemačkog prava v. Fleischer, H., op. cit. u bilj.1, str. 347.

toč. 5. ZTK-a). Obveze propisane ZTK-om – posebice obveza objave urednog prospekta! – izričito ne pogađaju jave ponude udjela koji ulagateljima daju pravo sudjelovanja u rezultatima poduzeća, javne ponude udjela u zasebnoj imovini kojom upravlja ili koju drži emitent tih udjela ili netko treći tko to čini u svoje ime, a za tuđi račun (tzv. povjerenička imovina), kao ni javne ponude udjela u drugim zatvorenim fondovima.¹⁶⁷ ZTK općenito ne dotiče slučajeve ulaganja na tržište kapitala izda li tko svojom slobodnom voljom prospekt, dakle, ako ga na to ne sile prisilnopravne odredbe ZTK-a ili ZIF-a o obvezi objavljivanja prospekta. Pravila čl. 251. ZOO-a o predugovornoj odgovornosti za štetu pružaju dobru osnovu za zaštitu ulagatelja u specifične proizvode tržišta kapitala, a kojih se ZTK izričito ne dotiče. Odgovornost *ob culpam in contrahendo* moguća je, međutim, samo ako jedna točno određena strana izigra povjerenje koje je osobno prema njoj gajio njen partner, druga strana – pouzdajući se s povjerenjem u iskrenost njihovog obveznog odnosa. Opća privatnopravna odgovornost s naslova prospekta gradi se, s druge strane, na tipiziranom povjerenju koje ulagatelj ima u točnost i potpunost podataka koje mu je predočio njegov dužnik – ili dužnici! - s naslova prospekta.¹⁶⁸ Opća privatnopravna pravila o odgovornosti s naslova prospekta dopunjuju pravila *ob culpam in contrahendo*, ona ih, dakle, ni u kojem slučaju ne potiskuju.¹⁶⁹ Odgovornost *ob culpam in contrahendo* susreće se s privatnopravnom odgovornošću s naslova prospekta u općoj privatnopravnoj odgovornosti na temelju odnosa povjerenja.¹⁷⁰ Opća privatnopravna odgovornost s naslova prospekta može se u načelu isključiti ili smanjiti. Posebna odgovornost s naslova prospekta prema ZTK ne može se, međutim, isključiti ni ograničiti. Javnopravni interesi zaštite tržišta kapitala nameću kognentan karakter posebnoj odgovornosti s naslova prospekta iz čl. 359. ZTK-a.¹⁷¹

Pojačani interes za pravnom sigurnošću na području tržišta kapitala nameće potrebu ujednačavanja pravila o odgovornosti s naslova prospekta prema ZTK-a s općim privatnopravnim pravilima o odgovornosti s naslova prospekta. Pravo tržišta kapitala kadro je u cijelosti preuzeti preostalu, - zbog zakonodavnog deficita rezidualnu! - materiju privatnopravne odgovornosti s naslova prospekta. Publicitet koji sa sobom nosi prospekt neophodan je, naime, i kad se komercijalno nude brojna rizična ulaganja na tržištu kapitala koja za svoj predmet nemaju vrijednosne papire u smislu ZTK-a, ali koja su sa stajališta ulagatelja u te strukturirane

¹⁶⁷ § 8f njemačkog VerkProspG-a odnedavno u tim slučajevima, također, izričito propisuje obvezu objave prospekta.

¹⁶⁸ V., posebice, Siol, J., op. cit. u bilj. 1, § 45 Rbr. 31.

¹⁶⁹ Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2294.

¹⁷⁰ U tom smislu v. ponajprije Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2277.

¹⁷¹ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivne odredbe §§ 13 i 13 a njemačkog VerkProspG-a.

V. u tom smislu sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava § 47 st. 1. BörsG-a.

proizvode tržišta kapitala barem jednako rizična kao i ulaganja u vrijednosne papire.¹⁷² Nužno je ujednačiti i zastarne rokove posebne i opće privatnopravne odgovornosti iz prospekta. Problem treba riješiti *de lege ferenda* izričitom odredbom ZTK-a, a u smislu koji je prethodno raspravljen.

4.6.3. KONKURIRA LI POSEBNA PRIVATNOPRAVNA ODGOVORNOST S NASLOVA PROSPEKTA IZ ČL. 359. ZTK-A OPĆOJ PRIVATNOPRAVNOJ ODGOVORNOSTI IZ PROSPEKTA?

Odredba čl. 359. st. 6. ZTK-a uređuje odgovornost s naslova prospekta osoba koje su izradile sažetak odnosno prijevod prospekta, a sročena je tako da po tom obrascu općenito otvara prostor konkurenciji posebne i opće privatnopravne odgovornosti s naslova prospekta koja je matično pravno stanište odgovornosti iz prospekta. Odredba počinje, naime, dikcijom: "Neovisno o ostalim odredbama o odgovornosti ...". Ta dikcija vuče na opća pravila ZOO-a o ugovornoj, predugovornoj, deliktnoj odgovornosti za štetu, i posebice na odgovornost na temelju odnosa povjerenja. Nameće se stoga stajalište po kojem su usporedo s imovinsko-pravnim zahtjevima iz čl. 359. ZTK-a prisutni i opći imovinskopравни zahtjevi ulagatelja prema osobama koje odgovaraju za prospekt, a s naslova odgovarajućih pravila ZOO-a.¹⁷³ I kad nisu ispunjene strože pretpostavke o odgovornosti s naslova čl. 359. ZTK-a, ulagatelj ima zahtjev prema osobama koje odgovaraju za prospekt ispune li se blaže pretpostavke o odgovornosti za prospekt prema općim pravilima ZOO-a. Stajalište o konkurenciji posebne privatnopravne odgovornost s naslova prospekta iz čl. 359. ZTK-a i privatnopravne odgovornosti iz prospekta predmnijeva tvrdnju da su oba ta naslova odgovornosti za štetu po svojoj pravnoj prirodi u najvećoj mogućoj mjeri srodni oblici odgovornosti *ob culpam in contrahendo* odnosno odgovornosti na temelju odnosa povjerenja.¹⁷⁴

Prema suprotnom stajalištu posebna privatnopravna odgovornost s naslova prospekta iz čl. 359. ZTK-a isključila je druge njoj konkurirajuće oblike opće privatnopravne odgovornosti iz prospekta, a s naslova u tom dijelu matičnog ZOO-a. Njemački zakonodavac izričito je o tome očitovao svoje stajalište iako § 47 st. 2. BörsG-a otvoreno propisuje konkurenciju posebnih i općih privatnopravnih zahtjeva s naslova prospekta.¹⁷⁵ Pozicija koja brani drukčije stajalište time je dovedena u doktrinarno nezavidan položaj. Kao zadnji argument pozicije koja zagovara konkurentnost posebne ZTK-ovske i opće ZOO-ovske privatnopravne

¹⁷² U tom smislu sa stajališta njemačkog prava v. Fleischer, H., op. cit. u bilj. 1, str. 346.

¹⁷³ To stajalište zastupaju, kao manjinsko, u njemačkom pravu Hopt, K., op. cit. u bilj. 1, str. 100; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 49.

¹⁷⁴ U tom smislu v. ponajprije Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2289.

¹⁷⁵ V. obrazloženje Nacrta Vlade SRNJ BT-Drucks. 13/8933, str. 81.

odgovornosti iz prospekta. nudi se sudska praksa Europskog suda po kojoj sankcije zbog povreda nacionalnog prava koje je usklađeno sa zahtjevima prava EU ne smiju biti manje učinkovite, djelotvorne od sankcija zbog povreda nacionalnog prava koje nije usklađeno sa zahtjevima prava EU.¹⁷⁶ Baratanje tim argumentom je prenategnuto, jer se nacionalno pravo EU daje u svakom slučaju uskladiti sa zahtjevima europskog prava – konkretno sa za to pitanje mjerodavnim europskim Smjernicama! - glede sankcija zbog povrede posebnih zakonskih obveza vezanih uz prospekt tako što će se pretpostavke opće privatnopravne odgovornosti iz prospekta u najvećoj mogućoj mjeri izjednačiti s onima koje je potrebno ispuniti postave li se zahtjevi s naslova posebne zakonske odgovornosti iz prospekta, a u skladu s čl. 359. ZTK-a.¹⁷⁷

V. PRAVNI ODNOS IZMEĐU ČLANOVA EMISIJSKOG KONZORCIJA I ULAGATELJA

Član konzorcija sklapa u pravilu s ulagateljem ugovor o kupoprodaji kad ulagatelju otuđuje vrijednosne papire koje je preuzeo od emitenta. Ugovor o kupoprodaji sklapa se neovisno o tome je li član konzorcija samostalno preuzeo od emitenta vrijednosne papire koji su predmet tog ugovora o kupoprodaji ili ih je, pak, preuzeo od emitenta komisiono odnosno u svoje ime a za račun emitenta. Otudivanje vrijednosnih papira svakako spada među investicijske usluge i aktivnosti u smislu čl. 5. st. 1. ZTK-a pa stoga banke odnosno investicijska društva kao članovi emisijskog konzorcija trebaju pri tom pored ugovornih obveza razjašnjavanja i savjetovanja ulagatelja uvažavati i opća te posebna zakonska pravila postupanja prema klijentima, ulagateljima, a koja su propisana čl. 53. do 59. ZTK-a.¹⁷⁸ Kad otuđuju vrijednosne papire ulagateljima članovi emisijskog konzorcija obvezni su ulagateljima razjasniti stvari vezano uz njihov međusobni ugovorni odnos te ih o tome savjetovati. Članovi emisijskog konzorcija snose stoga u konačnici obveze kao da je riječ o financijskoj komisiji u smislu čl. 5. st. 1. toč. 6. ZOKI-a.¹⁷⁹

Emitiranim vrijednosnim papirima može se trgovati na uređenom odnosno službenom tržištu burze samo ako to prethodno odobri burza (čl. 311. st. 1., čl.

¹⁷⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 49.

¹⁷⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2280; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 65. Suprotno stajalište zastupaju Hopt, K., op. cit. u bilj. 1, str. 100; Grundmann, S., op. cit. u bilj. 1, § 112 Rbr. 49.

¹⁷⁸ Tako sa stajališta čl. 53. do 59. ZTK-a odgovarajućih odredbi §§ 31, 32 njemačkog WpHG-a Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 117; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 66.

¹⁷⁹ Tako sa stajališta čl. 5. st. 1. toč. 6. ZOKI-a odgovarajuće odredbe § 1 st. 1. reč. 2. br. 4. njemačkog KWG-a Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 2271; Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 116; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 66.

314. st. 1. ZTK-a). Zahtjev za izdavanje odobrenja burzi u pravilu zajedno podnose emitent i kreditna institucija odnosno investicijsko društvo (v. čl. 369. st. 2. ZTK-a). Burza će uskratiti odobrenje za trgovanje na službenom odnosno uređenom tržištu ako emitent ili ponuditelj vrijednosnih papira nije izradio prospekt odnosno ako ga HANFA nije odobrila (čl. 309. st. 2. toč. 3. i čl. 314. st. 3. ZTK-a). Prospekt na temelju čl. 369. st. 2. ZTK-a trebaju potpisati emitent i druga osoba koja je podnijela zahtjev za uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno odnosno službeno tržište.

Svi članovi konzorcija trebaju potpisati zahtjev za odobrenje prospekta, a radi uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno odnosno službeno tržište ako pokrovitelj izdanja nije samo jedna banka nego čitav emisijski konzorcij. Budući da zahtjev za odobrenje prospekta tada podnosi čitav emisijski konzorcij, članovi emisijskog konzorcija solidarno odgovaraju s naslova čl. 359. ZTK-a. Tada je emisijski konzorcij u cjelini podnositelj zahtjeva za uvrštenje u smislu čl. 359. st. 1. toč. 2. ZTK-a. U unutarnjem odnosu svu odgovornost zbog pogrešnih i nepotpunih informacija sadržanih u prospektu mahom će snositi voditelj konzorcija budući da on i emitent u pravilu sami zajedno izrađuju prospekt.¹⁸⁰ Članovi emisijskog konzorcija odgovaraju međutim u vanjskom odnosu prema ulagateljima povrijedi li voditelj konzorcija svoje obveze.¹⁸¹

Obveza objave prospekta pogađa u načelu sve javne ponude vrijednosnih papira (čl. 343. toč. 5. ZTK-a). Prospekt stoga treba u načelu¹⁸² objaviti i kad se javno nude vrijednosni papiri kojima se trguje izvan burze ili u slobodnom burzovnom prometu, predviđa li pojedina burza mogućnost takve trgovine. I takvi prospekti moraju sadržavati informacije o osobama koje su odgovorne za točnost i potpunost prospekta (čl. 359. st. 2. reč. 1. ZTK-a). Na temelju čl. 359. ZTK-a ne odgovaraju samo osobe koje su formalno podnijele zahtjev za odobrenje prospekta i koje u vanjskom odnosu nastupaju kao osobe odgovorne za prospekt, nego u načelu i one osobe koje u vanjskom odnosu ne nastupaju kao osobe odgovorne za prospekt, ali su izravno potaknule i "bdjele" nad čitavim postupkom izrade i odobrenja prospekta. Riječ je u biti o stvarnim začetnicima prospekta. Posebice su to krupni, većinski dioničari koji nastoje kroz sadržaj prospekta proturiti svoje osobne poslovne interese. U tom smislu treba smisljeno primijeniti čl. 359. st. 1. toč. 1. ZTK-a.¹⁸³ Uključi li se emisijski konzorcij u emisijski posao ulagatelji u pravilu zahtijevaju da članovi emisijskog konzorcija preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija u prospektu ili dijelovima prospekta u smislu čl. 359. st. 1. to. 4. ZTK-a budući da emitent najčešće više nije solventan kad ulagatelji

¹⁸⁰ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 68.

¹⁸¹ V. o tome поближе pod 2.2.

¹⁸² O brojnim iznimkama od obveze objave prospekta u slučajevima javne ponude v. čl. 351. ZTK-a.

¹⁸³ V. u tom smjeru i § 44 st. 1. reč. 1. br. 2. njemačkog BörsG-a.

pokrenu protiv njega parnice s naslova čl. 359. ZTK-a. Ugovorima o preuzimanju propisuje se, međutim, u pravilu da će emitent osloboditi članove emisijskog konzorcija svake eventualne odgovornosti s naslova prospekta prema trećim osobama.¹⁸⁴ Tada je riječ o unutarnjem sravnavanju računa između emitenta i emisijskog konzorcija koji se ne tiče osoba koje su uložile u emitirane odnosno uvrštene vrijednosne papire.

U odnosu članova konzorcija i ulagatelja posebna privatnopravna odgovornost s naslova prospekta iz čl. 359. ZTK-a, također, isključuje druge njoj konkurirajuće oblike opće privatnopravne odgovornosti iz prospekta, a s naslova u tom dijelu matičnog ZOO-a.

VI. ZAKLJUČAK

Pravna konstrukcija emisijskog posla potvrđuje iznimnu žilavost i savitljivost privatnog prava koje je kadro odgovoriti i na najsloženije prohtjeve poslovnog prometa među kojima se ističe emisija i plasman vrijednosnih papira na tržište kapitala. Emisijski posao migolji obveznim pravom, pravom društava, bankarskim pravom i pravom tržišta kapitala. Kljenuti su temeljni korporacijski postulati ortaštva, emisijskog konzorcija, a oživljeni su korporacijski momenti načelno relativne, obveznopravne pozicije ulagatelja u emitirane, posebice, državne obveznice. Pravo tržišta kapitala fundira se upravo u posebnim poslovnopravnim potrebama emisije i plasmata vrijednosnih papira na tržište kapitala. Brazda relativan obveznopravni pristup općim uvjetima pod kojima se izdaju obveznice; čupa subjektivan obveznopravni pristup – ovisan o tome jesu li ulagatelji u obveznice trgovci ili potrošači! - a sve kako bi bilo kadro pravno posijati na tržištu kapitala jednoobrazne pravne proizvode – vrijednosne papire istoga roda. Pravo tržišta kapitala kogentno uređujući prospekt usavršava opću privatnopravnu odgovornost na temelju odnosa povjerenja. Odgovornost na temelju odnosa povjerenja kadra je međutim i nadalje otklanjati rezidualne situacije normativnog deficita ZTK-a. Bitno je da svi vrijednosni papiri iste emisije čine isti rod; standardi prava tržišta kapitala uklanjaju svaki tračak relativnosti. Pravo tržišta kapitala strukturira pojedinu emisiju efekata kao jednoobrazan financijski proizvod.

Naglašeni zahtjevi za pravnom sigurnošću na području tržišta kapitala nameću potrebu da se pitanje sadržaja zahtjeva s naslova odgovornosti za prospekt riješi *de lege ferenda* izričitom odredbom ZTK-a, a po uzoru na *sec. 12* američkog *Securities Act*-a iz 1933. odnosno njima odgovarajućih odredbi §§ 44-47 njemačkog *BörsG*-a.

¹⁸⁴ Schäfer, F.A., op. cit. u bilj. 1, § 23 Rbr. 125; Einsele, D., op. cit. u bilj. 1, § 7 Rbr. 69.

Opsežnost konstrukcije otežava neposredan pristup emisijskom poslu; moguće ga je cjelovito sagledati samo iz "ptičje" pravne perspektive. Ta perspektiva zahtijeva da se hrvatsko pravo smjesti u širi europski kontekst bankarskog prava i prava tržišta kapitala.

Summary

Petar Miladin

**LEGAL RELATIONS BETWEEN THE ISSUING COMPANY,
ISSUANCE CONSORTIUM AND THE INVESTOR
(ISSUANCE TRANSACTIONS)**

Issuance transactions include numerous legal relations which should be precisely distinguished: legal relations among banks members of the issuance consortium (consortium relation), the relation between the issuer and the issuance consortium (assumption agreement), contractual relations between the issuance consortium, i.e. among members of the issuance consortium and the issuer and the legal relation between the issuer and the investor. The paper also elaborates private law specifics of issuance of government bonds. From the legal point of view, issuance is not a unique act; it consists of many legal transactions which intertwine considering the joint economic purpose. The complexity of issuance transactions is manifested in special overlapping of obligation law, company law, banking law and securities market law. The issuance transaction deserves the title of the crown transaction of investment banking law and securities market law.

Keywords: issuance transaction, issuance consortium, prospectus, securities, securities market

Zusammenfassung

Petar Miladin

**DIE RECHTSVERHÄLTNISSE ZWISCHEN AUSSTELLENDER
GESELLSCHAFT, EMISSIONSKONSORTIUM UND ANLEGERN
(EMISSIONSGESCHÄFT)**

Das Emissionsgeschäft umfasst zahlreiche Rechtsverhältnisse, die es präzise voneinander abzugrenzen gilt. Diese sind das Rechtsverhältnis zwischen den Kreditanstalten des Emissionskonsortiums (Konsortialverhältnis), das Verhält-

tnis zwischen Emittenten und Emissionskonsortium (Übernahmevertrag), das Vertragsverhältnis zwischen Emissionskonsortium bzw. dessen Mitgliedern und Anlegern sowie das Rechtsverhältnis zwischen Emittenten und Anlegern. Des Weiteren werden die privatrechtlichen Besonderheiten der Emission von Staatsanleihen erörtert. Rechtlich betrachtet, ist die Emission kein einheitlicher Akt, sondern besteht aus einer Vielzahl von Rechtsgeschäften, die sich angesichts ihrer gemeinsamen wirtschaftlichen Rolle gegenseitig durchdringen. Die Komplexität des Emissionsgeschäfts äußert sich in der ganz besonderen Verflochtenheit von Schuldrecht, Gesellschaftsrecht, Bankenrecht und Kapitalmarktrecht. Das Emissionsgeschäft wird zu Recht als Krönung des Rechts zum Investment Banking sowie des Kapitalmarktrechts bezeichnet.

Schlüsselwörter: Emissionsgeschäft, Emissionskonsortium, Prospekt, Wertpapiere, Kapitalmarkt