

KLASA: 008-02/21-03/01
URBROJ: 326-01-70-72-23-11
Zagreb, 10. svibnja 2023.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje: Hanfa) zaprimila je upit u vezi s primjenom Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21 i 151/22; dalje: ZTK) u kojemu se, između ostalog, postavlja sljedeće pravno pitanje:

- je li moguće na uređeno tržište uvrstiti dionice dioničkog društva koje su na temelju međudioničarskog ugovora (jednog ili njih više, između različitih dioničara), opterećene obveznopravnim pravom prvokupa, a koje se odnosi na sve izdane dionice društva.

S obzirom na to da predmetni upit upućuje na nužnost poticanja, organiziranja i nadgledanja mjera za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta u smislu ujednačavanja postupanja subjekata nadzora iz članka 2. točke 2. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (Narodne novine br. 140/05 i 12/12) postupa se kako slijedi.

Na temelju odredbe članka 15. točke 4. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga Hanfa je na sjednici Upravnog vijeća održanoj 10. svibnja 2023. donijela

SLUŽBENO STAJALIŠTE

Navedeni upit odnosi se, u bitnome, na pitanje slobodne prenosivosti dionica u slučaju da su iste opterećene obveznopravnim pravom prvokupa.

Članak 3. točka 87. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21 i 151/22; dalje: ZTK) definira **prenosive vrijednosne papire** kao one vrste vrijednosnih papira koji su prenosivi na tržištu kapitala, te u točkama a) do c) daje neiscrpnu listu takvih instrumenata. Međutim, iako se u toj listi navode i „dionice“, to ne znači da su u praksi sve dionice **slobodno** prenosive na tržištu kapitala u svim okolnostima, a posebno kada se razmatraju uvjeti za uvrštenje na uređeno tržište.

Člankom 321. ZTK propisani su uvjeti za uvrštenje financijskih instrumenata na uređeno tržište. Između ostalog, stavkom 4. točkom 1. toga članka propisano je da vrijednosni papiri za koje se podnosi zahtjev za uvrštenje moraju biti izdani u skladu s propisima koji se na njih odnose i **biti slobodno prenosivi**.

Nadalje, Delegirana Uredba Komisije (EU) 2017/568¹ u članku 1. propisuje što se smatra slobodnom prenosivošću vrijednosnog papira. U bitnome, stavkom 1. toga članka propisano je da se prenosivi vrijednosni papiri smatraju slobodno prenosivima ako se njima može trgovati između strana u transakciji te ako ih se nakon toga može prenositi bez ograničenja i ako su svi vrijednosni papiri iste vrste kojoj pripada i predmetni vrijednosni papir zamjenjivi. Recital (1) te Uredbe pojašnjava dodatno da ograničenja koja sprječavaju prijenos tih vrijednosnih papira na način koji bi narušio stvaranje korektnog, urednog i učinkovitog tržišta ne smiju postojati prije uvrštenja za trgovanje, ne navodeći pritom pravnu narav tog ograničenja (u smislu obveznopravnog ograničenja ili zasnivanja založnog prava).

¹ Delegirana Uredba Komisije (EU) 2017/568 od 24. svibnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za uvrštenje financijskih instrumenata za trgovanje na uređenim tržištima

Stavak 2. istoga članka propisuje da se prenosivi vrijednosni papiri koji podliježu ograničenju prijenosa ne smatraju prenosivima, osim ako je malo vjerojatno da će to ograničenje izazvati poremećaje na tržištu.

Nadalje, u pogledu prenosivosti vrijednosnih papira i primjene Uredbe o prospektu, Europsko nadležno tijelo za tržište kapitala (dalje: ESMA)² je objavilo stav (potvrđen od strane Europske Komisije u skladu s člankom 16b stavkom 5. Uredbe o ESMA-i³) da, se obveza objave prospekta prema Uredbi o prospektu primjenjuje se samo na ponudu **prenosivih** vrijednosnih papira ili njihovo uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu, pri čemu se primjenjuje uvodno citirana definicija prenosivog vrijednosnog papira.

Načelno, napominje ESMA, dok mogućnost prijenosa vrijednosnog papira može biti ograničena (npr. na ugovornoj osnovi gdje postoje ograničenja prodaje primjenjiva u određenoj zemlji ili u situaciji u kojoj postoji *lock-up* sporazum između izdavatelja i postojećih dioničara), vrijednosni papiri ponuđeni uz određena ograničenja bi se i dalje mogli smatrati "*prenosivim vrijednosnim papirima*" unutar definicije vrijednosnih papira u članku 2(a) Uredbe o prospektu⁴ i, prema tome, podliježu primjeni Uredbe o prospektu. U tom smislu, Delegirana uredba Komisije 2019/98⁵ (koja uređuje odobrenje prospekta) zahtijeva informacije u vezi s ograničenjima o slobodnoj prenosivosti vrijednosnih papira i podatke u vezi s *lock-up* ugovorima vlasnika vrijednosnih papira koji iste prodaju.

Međutim, u odgovoru ESMA-e se također navodi da neka druga ograničenja mogu biti toliko široka da rezultiraju nemogućnošću da se relevantne vrijednosne papire smatra slobodno prenosivima, u kojem slučaju bi se smatralo da su takvi vrijednosni papiri bili izvan opsega primjene Uredbe o prospektu. Drugim riječima, za takve vrijednosne papire ne bi bilo moguće odobriti prospekt, a to od slučaja do slučaja moraju analizirati i utvrditi nacionalna nadležna tijela.

U konkretnom slučaju su se ocjenjivale sljedeće , okolnosti:

- obveznopravno pravo prvokupa ugovoreno je između dioničara društva te se odnosi na **sve dionice društva**,
- društvu kao izdavatelju je takav obveznopravni odnos dioničara poznat, te je svjestan ovog ograničenja prijenosa, kao i činjenice da se ograničenje odnosi na sve izdanje dionice izdavatelja,
- razdoblje na koje je ugovoreno pravo prvokupa je dulje od godine dana te je izgledno biti važeće bar nekoliko godina nakon uvrštenja dionica ili čak i dulje, obzirom da pravo prvokupa dionica prema članku 453. Zakona o obveznim odnosima (NN 35/05, 41/08, 125/11, 78/15, 29/18, 126/21, 114/22, 156/22, dalje: „ZOO“) ne mora biti ograničeno na propisani rok od 5 godina

² ESMA Prospectus Q&A; pitanje i odgovor br. 14.12

³ Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ

⁴ Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (Tekst značajan za EGP)

⁵ Delegirana uredba Komisije (EU) 2019/980 od 14. ožujka 2019. o dopuni Uredbe (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu oblika, sadržaja, provjere i odobrenja prospekta koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Uredbe Komisije (EZ) br. 809/2004

- ugovorno nije uređeno koji utjecaj bi kršenje klauzula navedenih u ugovoru imalo i bi li isto rezultiralo zahtjevom za naknadu štete, te koji bi bio učinak prema trećim stranama.

Nadalje, s obzirom da Delegirana uredba Komisije 2019/98 zahtijeva uključivanje u prospekt informacija u vezi s ograničenjima o slobodnoj prenosivosti vrijednosnih papira, postojanje ovog prava prvokupa koje se odnosi na sve dionice izdavatelja moralo bi biti objavljeno u prospektu uvrštenja. U tom smislu se može pojaviti pitanje primjene članka 454. ZOO-a.

Načelno, povreda prava prvokupa nastala zbog činjenice da je vlasnik prodao stvar opterećenu ugovornim pravom prvokupa, a da o prodaji i njezinim uvjetima prethodno nije obavijestio ovlaštenika prava prvokupa ili ga nije točno obavijestio o uvjetima prodaje, nije dostatna za pobijanje kupoprodajnog ugovora. Da bi ovlaštenik ugovornog prava prvokupa mogao zahtijevati pobijanje kupoprodajnog ugovora, kojim je povrijeđeno njegovo pravo, moraju pored povrede obveze obavješćivanja biti kumulativno ispunjene još dvije pretpostavke propisane čl. 454. ZOO-a. Te pretpostavke su:

- da je izvršen prijenos prava vlasništva na trećega, i
- da je treći bio nesavjestan.

Nesavjesnost trećega ZOO u članku 454. stavku 1. definira na način da se nesavjesnost presumira ako je kupac prodao stvar i prenio vlasništvo na trećega ne obavijestivši prodavatelja, a trećemu je bilo poznato ili mu nije moglo ostati nepoznato da prodavatelj ima pravo prvokupa. U takvom slučaju, prodavatelj može u roku od šest mjeseci računajući od dana kad je saznao za taj prijenos zahtijevati **da se prijenos poništi i da se stvar njemu proda pod istim uvjetima**. S obzirom da bi navedeno pravo moralo biti javno objavljeno u prospektu uvrštenja, drugim potencijalnim kupcima na tržištu bi bilo poznato da pravo prvokupa postoji i da se odnosi na sve dionice društva, ali ne i činjenica je li jedna od stranki međudioničarskog ugovora obavijestila drugu o namjeri prodaje opterećenih dionica. U takvim uvjetima, kada svaka transakcija dionicama izdavatelja potencijalno može biti poništena, teško je tvrditi da ovakva klauzula međudioničarskog ugovora u odnosu na mogućnost trgovanja opterećenim dionicama ne bi izazvala poremećaje na tržištu.

Slijedom navedenog, Hanfa je kao nacionalno nadležno tijelo zauzela stav da je ograničenje u ovom konkretnom slučaju postavljeno toliko široko da bi **predstavljalo nemogućnost da bi se relevantne vrijednosne papire smatralo slobodno prenosivima**. Navedeni stav da se u konkretnom slučaju dionice ne mogu smatrati slobodno prenosivima se, između ostalog, temelji i na činjenici da je u smislu citiranog članka 1. stavka 2. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/568 izgledno da bi u odnosu na mogućnost trgovanja dionicama tog izdavatelja takva klauzula međudioničarskog ugovora (jednog ili više njih) izazvala poremećaje na tržištu.

S poštovanjem,

PREDSJEDNIK UPRAVNOG VIJEĆA
dr.sc. Ante Žigman