

Др Владимир Марјански, доцент
Универзитет у Новом Саду
Правни факултет у Новом Саду

ЛИЦА ОДГОВОРНА ЗА САДРЖАЈ ПРОСПЕКТА

Сажетак: Проспект је техничко-правни инструмент за остваривање захтева улагачке јавности у погледу информисања на тржишту капитала. Одговорност за садржај проспекта може настати у случају његове манљиве садржине. Садржина проспекта је манљива када није усклађена са прописима о његовој потпуности, истинитости и транспарентности. С обзиром на врсту мане проспекта може да буде нејачан, неопредељен и обмањујући (улеђивајући, криво наводећи). Пишање одговорности за садржај проспекта је изузетно сложено. Предмет овог чланка ограничава се на одређивање лица и услова под којима она могу бити одговорна за садржај проспекта. Закон о тржишту капитала (даље у тексту: ЗТК) предвиђа могућу одговорност за садржај проспекта у односу на широк круг лица а да при томе, углавном, не предвиђа услове под којима та лица одговарају за садржај проспекта. У чланку се обрађује одговорност сваког лица која према ЗТК могу да одговарају за садржај проспекта, уз крајњак осврт на решења садржана у уредном праву. Такође, указује се на потребу измене одредбе која априори искључује одговорност регулаторног тела – Комисије за хартије од вредности.

Кључне речи: проспекти, одговорност за садржај проспекта, издавалац, хартије од вредности.

1. Уводне напомене

Прспект је техничко-правни инструмент за остваривање захтева улагачке јавности у погледу информисања на тржишту капитала. Одговорност за садржај проспекта може настати у случају његове манљиве садржине. Садржина проспекта је манљива када није усклађена са прописима о његовој потпуности, истинитости и транспарентности.¹ С обзиром на вр-

¹ Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 486.

сту мане проспекта може да буде нетачан, непотпун и обмањујући (улепшавајући, криво наводећи).²

Питање одговорности за садржину проспекта је веома сложено. Оно обухвата низ правних питања: нетачност и непотпуност проспекта, питање каузалности (узрочне везе између манљивог садржаја проспекта и наступеле штете), питање терета доказивања, лица која могу бити одговорна за садржај проспекта, природе и принципа њихове одговорности, питање утицаја степена кривице на њихову одговорност (ако одговарају по принципу субјективне одговорности), лица која могу поднети захтев за накнаду штете (активно легитимисана лица), као и питање обима накнаде штете и застарелости захтева за накнаду штете.

Предмет овог чланка ограничава се на лица и услове под којима та лица могу бити одговорна за садржај проспекта. У упоредном праву не постоји јединствено решење у погледу круга лица и услова под којима она могу да одговарају за садржај проспекта.

У члану 19 Закона о тржишту капитала Републике Србије³ (у даљем тексту и фуснотама: ЗТК) круг лица која могу бити одговорна за садржај проспекта постављен је веома широко. Лица која могу бити одговорна за садржај проспекта су: издавалац, директор и чланови управног одбора издаваоца, лице које упућује понуду, а није издавалац (тзв. понуђач), гарант у вези са издавањем хартија од вредности, инвестиционо друштво које пружа услуге покровитеља или агента емисије у вези са јавном понудом, независни ревизори издаваоца, искључиво у вези са финансијским извештајима који су укључени у проспекат, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији и друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим подацима.⁴

ЗТК изричито искључује одговорност Комисије за хартије од вредности за истинитост и целовитост података наведених у било ком делу одобреног проспекта, односно скраћеног проспекта за јавну понуду или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно мултилатералну трговачку платформу (даље у тексту: МТП).⁵ Оваква одредба биће предмет критике у даљем тексту.

У тексту који следи биће обрађена одговорност сваког од наведених лица.

² Видети о томе опширније код Владимир Марјански, "Недостаци проспекта", *Право и привреда*, бр. 4'-6/2010, стр. 303-313.

³ Сл. Гласник РС, бр. 31/2011.

⁴ Видети ЗТК, чл. 19, ст. 1, т. 1-6.

⁵ Видети ЗТК, чл. 19, ст. 5.

2. Одговорност издаваоца и понуђача који није истовремено издавалац

Издавалац је домаће или страно правно лице које издаје или предлаже издавање хартија од вредности и других финансијских инструмената, а уколико се ради о депозитним потврдама, издаваоцем се сматра лице које издаје хартије од вредности које представљају те депозитне потврде.⁶ Како у праву Републике Србије, тако и у упоредном праву, као могуће одговорно лице за садржај проспекта јавља се издавалац (емитент). Такво решење јесте логично када се узме у обзир чињеница да он заправо и „продукује“ информације садржане у проспекту.

Издавалац је, по правилу, адресат обавезе објављивања проспекта, било да је реч о проспекту при јавној понуди хартија од вредности, било да је реч о проспекту који се објављује приликом укључења хартија од вредности и других финансијских инструмената на регулисано тржиште или МТП. Зато се он у праву тржишта капитала, како у праву Републике Србије, тако и у упоредном праву, без изузетка одређује као лице које је одговорно за садржај проспекта.

Иако је издавалац најчешће истовремено и понуђач хартија од вредности и других финансијских инструмената које се нуде јавном понудом, постоје ситуације у којима је понуђач лице које се разликује од издаваоца. У том случају адресат обавезе објављивања проспекта је понуђач, па је тада и он поред издаваоца одговоран за садржај проспекта. Понуђач, дакле, може бити сваки законити ималац хартија од вредности или других финансијских инструмената који упућује јавну понуду хартија од вредности или других финансијских инструмената.⁷ У вези са лицем које има статус понуђача, када се оно разликује од издаваоца, треба дати одговарајућа објашњења.

Уколико су предмет јавне понуде нове (још неиздате) хартије од вредности, онда својство понуђача има издавалац, без обзира на то да ли издавалац сам врши емисију или је врши уз помоћ финансијског посредника⁸ (у праву РС -инвестиционог друштва које иступа као агент или покро-

⁶ Видети ЗТК, чл. 2, т. 38.

⁷ Видети ЗТК, чл. 2, т. 39.

⁸ Појам финансијског посредника није дефинисан у Директиви ЕУ о проспекту. Он заправо потиче из теорије тржишта капитала. За законско тумачење представља потешкоћу и то што ни економски појам финансијског посредника није прецизно одређен. Финансијско посредовање подразумева директно или индиректно учешће специјализованог финансијског посредника у процесу размене капитала. Пример за то би била инвестициона друштва – брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке, кредитне институције (нпр. банке) у складу са законом којим се уређује пословање банака и других финансијских организација.

витељ емисије⁹), зато што нове хартије од вредности не могу бити предмет јавне понуде противно вољи самог издаваоца.¹⁰ Да ли у том случају издавалац самостално иступа или уз помоћ финансијског посредника (инвестиционог друштва: брокерско-дилерског друштва или овлашћене банке), који може, али и не мора чврсто преузети¹¹ понуђене хартије од вредности или друге финансијске инструменте, за својство издаваоца као понуђача остаје небитно. У прилог томе говори и економска улога финансијског посредника. За разлику од препродаје од стране улагача која није нити жељена, нити под контролом издаваоца, финансијски посредник издаваоцу служи првенствено да хартије од вредности које издавалац емитује доведе до јавности. Зато је у том случају издавалац субјект обавезе објављивања проспекта. То није финансијски посредник, без обзира на то што он учествује у дистрибуцији и пласману хартија од вредности. Ипак, лице одговорно за садржај проспекта је у том случају према изричитој одредби ЗТК¹² поред издаваоца и финансијски посредник - инвестиционо друштво које иступа као агент или покровитељ емисије, иако нема својство понуђача.¹³ Издавалац у таквој ситуацији има статус понуђача који и даље управља својом понудом и уговором са финансијским посредником (у банкарском емисионом послу) може да одреди да ли ће понуда бити упућена јавности или ће бити приватна – „понуда ослобођена обавезе објављивања проспекта“.

Ако се финансијски посредник јавља у улози покровитеља емисије (преузима хартије од вредности у своје име ради даљег пласмана) треба разликовати две фазе. Прву, у којој издавалац чини понуду финансијском посреднику (покровитељу емисије), који може самостално да упише хартије од вредности. Таква понуда је увек приватна, јер финансијски посредник има статус квалификованог инвеститора (улагача).¹⁴ Друга фаза је она у којој финансијски посредник врши пласман уписаних и уплаћених хартија од вредности према трећим лицима. Та друга понуда може бити приватна или јавна. За издаваоца би било корисно да у уговору са финансијским посредником (у банкарском емисионом послу) назначи да ли жели да

⁹ Према ЗТК, чл. 2, ст. 1, т. 14, покровитељ емисије је инвестиционо друштво које врши услуге покровитељства у вези са понудом и продајом финансијских инструмената уз обавезу њиховог откупа.

¹⁰ А. Heidelberg, in: E. Schwark (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts - Kommentar*, Munchen, 2004, стр. 694.

¹¹ Ибид.

¹² Видети ЗТК, члан 19, ст. 1, т. 4.

¹³ О инвестиционом друштву као лицу одговорном за садржај проспекта биће више речи у даљем тексту у оквиру посебног наслова.

¹⁴ У вези са појмом квалификованог инвеститора видети ЗТК, чл. 14.

та понуда буде приватна или јавна јер ће у супротном уколико финансијски посредник упути јавну понуду, издавалац ризиковати да буде позван на одговорност у вези са обавезом објављивања проспекта (као адресат те обавезе). Уколико је, међутим, у уговору одређено да понуда према трећем лицу може бити искључиво приватна – „понуда ослобођена обавезе објављивања проспекта“, а финансијски посредник понуду упути јавности, тада би се понуђачем сматрао финансијски посредник, јер је поступио као сваки други улагач који је уписао хартије од вредности ради даље препродаје и учинио понуду јавности која није била жељена, нити под контролом издаваоца. У том случају би финансијски посредник имао својство понуђача и био би одговоран за садржај проспекта. Са становишта тренутно важеће одредбе члана 19 ЗТК ово нема практичног значаја јер према њој за садржај проспекта одговорност поред издаваоца свакако сноси и финансијски посредник тј., инвестиционо друштво које иступа као агент или покровитељ емисије.

У вези са овим може бити спорно ко се може сматрати понуђачем у случају када издавалац упућује јавну понуду преко финансијског посредника (покровитеља емисије) који представља конзорцијум банака. У литератури се у погледу одлучујућих критеријума за одређивање понуђача у том случају помињу различита схватања: да је понуђач сваки члан конзорцијума, уколико је конзорцијум преузео ризик емисије (покровитељ емисије), да је понуђач само онај члан конзорцијума који споља према улагачима иступа као понудилац и слично. Према владајућем мишљењу под понуђачем сматра се лице које препознатљиво од споља иступа у односу на улагача као понудилац. Дакле, и овде је визура улагача од одлучујућег значаја. У случају организовања дистрибутивне мреже, понуђачем сматра се организатор дистрибутивне мреже. То је, по правилу, субјект који на основу уговора са издаваоцем даје налоге осталим учесницима у дистрибуцији хартија од вредности и уговара провизију са посредницима.

Конечно, треће лице, као законити ималац хартија од вредности, такође може имати својство понуђача ако хартије од вредности које је претходно стекао на основу приватне понуде нуди јавности.¹⁵ Наиме, свака наредна продаја хартија од вредности које нису претходно нуђене јавно, тј. на основу понуде коју је пратила обавеза објављивања проспекта, процењује се као посебна понуда.¹⁶ Приликом њеног упућивања поново се процењује да ли је понуда приватна или јавна, тј. да ли је прати обавеза објављивања проспекта. Адресат такве обавезе је свакако понуђач, а не издавалац (ако

¹⁵ Heidelberg, in: Schwark E. (Hrsg.), *op. cit.*, стр. 695.

¹⁶ Владимир Марјански, Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација, Нови Сад, 2009, стр. 147.

наравно није он истовремено актуелни понудилац¹⁷), јер таква понуда и није под његовом контролом.

На овом месту још једном напомињемо да треба разликовати круг лица која терети обавеза објављивања проспекта (адресате обавезе објављивања проспекта) од круга лица која могу бити одговорна за садржај проспекта. Поред издаваоца и понуђача, када он није истовремено и издавалац, који су адресати обавезе објављивања проспекта и који истовремено могу сносити одговорност за садржај проспекта и за кршење обавезе објављивања проспекта (његово необјављивање када је оно обавезно), одговорност за садржај проспекта могу сносити и друга лица.

О другим лицима која могу сносити одговорност за садржај проспекта биће више речи у даљем тексту.

3. Одговорност чланова органа издаваоца за садржај проспекта

3.1. Опшпте најомене

Према досадашњем, али и тренутном стању у упоредном праву не постоји јединствено решење у погледу личне одговорности чланова управе (чланови управног одбора, директори, чланови извршног одбора директора) и надзорних органа (чланови надзорног одбора) за садржај проспекта према специфичним нормама права тржишта капитала. У том погледу разликују се две групе права.

Прва, која је бројнија и према којој у круг лица која одговарају за садржину проспекта не улазе чланови органа издаваоца (нпр. у СР Немачкој, Данској, Финској, Француској, Грчкој, Луксембургу, Холандији, Италији).¹⁸

У упоредном праву се води вишегодишња расправа о томе да ли је оправдано увести специфичну законску одговорност у вези са проспектом у односу на ова лица. У досадашњој судској пракси било је случајева у којима је установљена лична одговорност чланова органа издаваоца за пружање информација на тржишту капитала и то према општим правилима грађанског права у оним земљама у којима она не улазе у круг одговорних лица према специфичним нормама права тржишта капитала. Тако је нпр. Савезни суд СР Немачке у једном случају установио одговорност чланова управе због пружања нетачних информација инвеститорима у току тзв. *road-show-a*.¹⁹

¹⁷ Пример за то би било отуђивање раније стечених сопствених акција.

¹⁸ Klaus J. Hopt & Hans-Cristoph Voigt, *Prospekt und Kapitalmarkt-informationshaftung*, Hamburg, 2005, стр. 67.

¹⁹ *Road-show* је једна од фаза поступка стварања књиге (енгл. *bookbuilding*) приликом одређивања емисионе вредности хартија од вредности које се издају. Видети о томе опшир-

Осим тога, у СР Немачкој је у међувремену израђен и нацрт Закона о одговорности за пружање информација на тржишту капитала²⁰, којим се намеравала установити лична одговорност чланова управе за садржину проспекта. Према члану 2 наведеног нацрта предвиђено је да поред издаваоца за садржину проспекта може одговарати члан пословног органа издаваоца који доноси релевантне одлуке у погледу састављања (припреме) и дистрибуције информација о „предузећу“ емитента или поседује одговарајуће контролне функције. Овде се, међутим, свакако не могу убројати и чланови надзорних органа јер они не доносе релевантне одлуке у погледу састављања и дистрибуције информација о „предузећу“ емитента, нити у том погледу поседују контролне функције.

Због притиска „менаџерске јавности“ и извесних нејасноћа у поменутом нацрту, нацрт Закона о одговорности за пружање информација на тржишту капитала СР Немачке повучен је из процедуре 2005. године.

Наравно, ако неко од лица које је истовремено и члан органа издаваоца, преузме одговорност за садржину проспекта, оно може одговарати по том основу, а не по основу самог чланства у органу друштва. У том случају је посебно питање да ли је довољно преузимање одговорности само за део или за проспект у целини, о чему ће било речи у делу о одговорности ревизора и других лица.

У оним земљама у којима још није уведена лична одговорност чланова управе за садржину проспекта, издаваоцу који је позван на одговорност за његову садржину, остаје на располагању регресни захтев за накнаду штете у односу на чланове управе, ако буду испуњени услови за њихову имовинску одговорност предвиђену правом привредних друштава или општим правилима грађанског права (видети Закон о облигационим односима, даље у тексту: ЗОО, чл. 172)

У другу групу земаља (нпр. право Велике Британије, право САД²¹), међу којима спада и Република Србија, чланови органа издаваоца заједно са издаваоцем могу солидарно одговарати за садржину проспекта. У групи земаља у којима се предвиђа одговорност чланова управе за њихову одговорност, по правилу, неопходно је да се испуне два услова: да су учествовали у припреми проспекта и да су при томе та лица била несавесна тј. да су знала или да су због природе посла који обављају морала знати да су

није код Владимир Марјански, „Утврђивање емисионе цене акција“, Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, бр. 1-2/2008, стр. 837-855.

²⁰ Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – скраћено KapInHaG (-E)).

²¹ Joel Seligman., Louis Loss, *Fundamentals of securities regulation*, Fifth edition, Aspen, 2004, стр. 1229.

подаци нетачни, односно непотпуни (слично решење садржао је и Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената²², даље у тексту: ЗТХВ, чл. 27, ст. 6). То је најчешће случај када члан управе вршећи пословодну функцију учествује у састављању проспекта. У праву Велике Британије, међутим, постоји норма о одговорности свих лица која су имала статус директора у тренутку објављивања проспекта. Они одговарају по основу положаја, без обзира на чињеницу учествовања или неучествовања у његовом састављању.²³ У суштини, овакву норму садржи и ЗТК. Према члану 19, ст. 1, т. 1 ЗТК, одговорност за садржај проспекта сноси и директор и чланови управног одбора издаваоца, осим уколико члан управног одбора није гласао против одобрења јавне понуде.

Интересатно је да ЗТК помиње чланове управног одбора као могућа одговорна лица. ЗТК и Закон о привредним друштвима²⁴ (у даљем тексту: ЗПД) донети су у исто време, а у овом домену нису међусобно усклађени. Према ЗПД привредна друштва немају управни одбор, већ у случају тзв. дводомног управљања поред скупштине и директора, имају надзорни одбор. Зато је одредба ЗТК о могућој одговорности чланова управног одбора за садржај проспекта, по правилу неприменљива, осим у случају банака као издавалаца, које у складу са Законом о банкама имају управни одбор.²⁵ Такође, у вези са одговорношћу чланова управног одбора ЗТК предвиђа један изузетак, који се односи на ситуацију када члан управног одбора гласа против одобрења јавне понуде.²⁶ Није, међутим, јасно када уопште и у складу са којим прописом може доћи до такве ситуације. Другим речима, питање је у којој ситуацији је за упућивање јавне понуде уопште потребно одобрење управног одбора?

С друге стране, с обзиром на то да чланове надзорног одбора ЗТК не помиње као могућа одговорна лица, они могу одговорати за садржај проспекта само у складу са посебном нормом ЗТК, члан 19, ст. 1, т. 6, која се односи на одговорност других лица уколико преузму одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који су одговорност преузели, и то искључиво у вези са тим информацијама.

Иако тренутно у већем броју земаља не постоји непосредна - спољна лична одговорност чланова органа друштва за садржај проспекта, из досадашњих расправа проистиче да ће у случају хармонизације питања одго-

²² „Службени Гласник РС“, бр. 47/06.

²³ Davies, in: Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, Seventh edition, Sweet & Maxwell, 2003, стр. 674.

²⁴ „Службени Гласник РС“ бр. 36/2011 и 99/2011.

²⁵ Видети Закон о банкама, „Службени Гласник РС“, бр. 107/2005 и 91/2010, чл. 70, ст. 1.

²⁶ Видети ЗТК, чл. 19, ст. 1, т. 1.

ворности за садржину проспекта лична спољна одговорност чланова органа издаваоца за његов садржај вероватно бити успостављена.²⁷ Размишљање да ће једна таква лична спољна одговорност пословодне органе увући у многобројне судске спорове због одговорности, која би их одвојила од њиховог главног задатка – „вођења друштва“, са аспекта досадашњег искуства земаља које такву одговорност у својим правима већ имају, није оправдано.²⁸ С друге стране, увођењу овакве одговорности не треба придавати превелики практичан значај, јер оно неће представљати лек за све случајеве у домену превазилажења последица погрешног пружања информација на тржишту капитала и уопште информационе асиметрије која на њему постоји.²⁹ Многи од ових проблема немају свој основ у недостатку спољне одговорности чланова органа издаваоца, него у значајним тешкоћама у процесу доказивања нетачности или непотпуности информација (података) садржаних у проспекту, испуњењу каузалности, и објашњењу и доказивању наступеле штете. У сваком случају, увођење личне спољне одговорности чланова органа издаваоца за садржај проспекта треба да допринесе побољшању положаја улагача, јер ће поред издаваоца за евентуалну накнаду штете њему солидарно одговарати и нека друга лица – у овом случају чланови органа издаваоца.

3.2. *Страјтеије избегавања одговорности или ублажавања јоследица одговорности*

Будући да постоји могућност одговорности за садржај проспекта, нарочито уколико се одговара и за обичну непажњу, издавалац и чланови његових органа требају размишљати о евентуалној могућности избегавања одговорности или барем ублажавања последица до којих она може довести. У том погледу постоји неколико могућих стратегија које се могу спроводити и које при томе не искључују једна другу.

Прво, проналажење и селекција података представља незаобилазну, суштинску основу за састављање проспекта. Управа друштва треба да посвети посебну пажњу томе да сви неопходни подаци буду припремљени, као и да у току важења проспекта буду иновирани, било путем вршења обавезе допуне проспекта током важења јавне понуде или пружањем тзв. *ad hoc* информација на секундарном тржишту.³⁰ Истовремено сма-

²⁷ J. Нopt, Н.К. Voigt, *op.cit.*, стр. 69.

²⁸ *Ибид.*

²⁹ *Ибид.*

³⁰ О обавезама које постоје на секундарном тржишту видети опширније код Владимир Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу редовног периодичног извештавања јавности“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2011, стр. 315-325. и

трамо да члан органа може да спречи наступање своје одговорности на два начина. Ако проспекат још није објављен, одговорно лице може да саопшти оставку на функцију коју обавља, чим сазна за његову ману, а не може да је отклони пре објављивања (нпр. оставка на место директора или чланство у управном одбору). Са овим начином спречавања одговорности требало би изједначити издвајање писменог мишљења одговорног лица (нпр. члана управног одбора) у коме би се указало на грешке у проспекту и неслагање са њим.³¹ Други начин се примењује, кад је одговорно лице сазнало за ману проспекта, након његовог објављивања. Тада може да спречи своју одговорност, уколико јавност благовремено обавести на одговарајући начин, ради упозорења да је проспекат објављен без његовог пристанка.³²

Поред тога, издавалац треба да покуша да у оквирима тзв. *D & O* осигурања (енгл. *Directors and Officers insurance*) обезбеди осигуравајуће покриће за чланове својих органа. Дође ли до повреде обавезе приликом састављања проспекта издавалац мора одговарати за кривицу својих органа. У том случају издавалац има право на регресни захтев према члановима органа. У сваком случају, његова позиција ће бити боља ако поред члана органа до одређеног износа (најчешће до уговорене своте осигурања) одговара и осигуравајуће друштво. Стога би тзв. *D & O* осигурање било и у интересу издаваоца

D & O осигурање је, за разлику од стања код нас, у упоредном праву развијена врста уговора о осигурању. *D & O* осигурање представља осигурање од професионалне одговорности чланова управа и надзорних одбора, односно прокуриса и осталих функционера. Том врстом осигурања пружа се осигуравајућа заштита за пропусте или погрешке које се могу догодити за време вођења и управљања друштвом чак и упркос дужној пажњи у поступању. Уговарач осигурања најчешће и јесте привредно друштво или слична организација која жели покриће ризика могуће штете због пропуста својих функционера, а који се овде јављају као осигураници.³³

Владимир Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу *ad hoc* информисања јавности на тржишту капитала”, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2012, стр. 297-309.

³¹ Бошко Живковић, у: *Финансијска њихових делова*, Васиљевић, М., Васиљевић, Б., Малинић, Д. (уредници), Београд, 2008, стр. 467.

³² *Ибид.*

³³ О овој врсти уговора о осигурању видети детаљније код Наташа Петровић Томић, „Осигурање од одговорности директора и чланова управе компанија“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 2/2008, стр. 180-199 и Нрвоје Војковић, „Осигурање од одговорности чланова управа, надзорних одбора и прокуриса трговачког друштва“, *Зборник правног факултета у Загребу*, Vol. 58 No.4, Lipanj, 2008, стр. 1025 - 1046.

4. Одговорност инвестиционог друштва које пружа услуге покровитеља или агента у вези са јавном понудом и гаранта у вези са издавањем хартија од вредности

Инвестиционо друштво је лице у чије редовне активности или пословање спада једна или више инвестиционих услуга трећим лицима односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности³⁴ (међу инвестиционим услугама и активностима помињу се и покровитељство и агентура у поступку емисије³⁵).

О инвестиционом друштву (помињан је и шири појам финансијски посредник) као могућем одговорном лицу за садржај проспекта већ је било речи у тексту у оквиру наслова 2 „Одговорност издаваоца и понуђача који није истовремено издавалац“. Инвестиционо друштво, како је већ наведено, у случају да има улогу покровитеља емисије може у одређеним случајевима у пракси имати статус понуђача и по том основу бити одговорно за садржај проспекта.

Ипак, и када нема статус понуђача, инвестиционо друштво према ЗТК, чл. 19, ст. 1, т. 4 сноси одговорност за садржај проспекта ако се јавља у улози покровитеља или агента емисије у вези са упућивањем јавне понуде хартија од вредности и других финансијских инструмената. Такво решење је „престрого“ нарочито када је реч о инвестиционом друштву које иступа само као агент емисије. Улога агента емисије је да као заступник издаваоца олакша дистрибуцију хартија од вредности на одређеном тржишту кроз обезбеђивање што већег броја уписних места, како би упис хартија од вредности које се нуде јавном понудом био што доступнији потенцијалним улагачима. Такорећи реч је о потпуно „техничкој“, а не правној улози. Агент емисије, по правилу, нема никакав утицај на прикупљање информација, уношење информација у проспект, нити на обликовање проспекта. Овако прописана одговорност агента емисије могла би у значајној мери обесхрабрити инвестициона друштва да се баве пословима агента емисије у вези са упућивањем јавне понуде.

Питање одговорности инвестиционих друштава, у случају када она немају статус издаваоца или понуђача, у упоредном праву није на јединствен начин регулисано. Ипак, у упоредном позитивном праву издвојила су се два случаја у којима инвестициона друштва могу одговарати за садржину проспекта. То су учествовање у изради (припреми) проспекта и преузимање одговорности за његову садржину.

Први случај - учествовање у његовој изради (припреми) регулисан је у упоредном праву, а предвиђао га је и ЗТХВ. У ову групу лица спадају

³⁴ ЗТК, чл. 2, ст. 1, т. 4.

³⁵ Видети ЗТК, чл. 2, ст. 1, т. 8.

она лица која нису преузела одговорност за тачност и потпуност података садржаних у проспекту, али су имала утицај на његову израду у целини тј. лица која сликовито речено стоје иза њега. Дакле, овде је неопходно извршење посебног утицаја. Члан 27 ст. 6 ЗТХВ предвиђао је да за проузроковању штету поред издаваоца солидарно одговарају ревизор и сва друга лица која су учествовала у припреми проспекта за издавање хартија од вредности и скраћеног проспекта, ако су знала, односно због природе посла који обављају морала знати да су подаци нетачни, односно непотпуни. У круг „других лица“ свакако могу потпасти и инвестициона друштва, банке и друге финансијске организације.³⁶

Други случај је преузимање одговорности за његову садржину. У овом другом случају је одлучујуће да ли је инвестиционо друштво (најчешће емисиона банка) према спољном изгледу (слици) проспекта са становишта улагача преузела одговорност за његову садржину. У пракси су то случајеви у којима су једна банка или више банака из оквира конзорцијума банака као такве назначене у проспекту, или ако су потписале проспект па се на основу тога може документовати њихова одговорност за његову садржину, упркос чињеници што нису учествовале у његовој изради. Другим речима, преузимаоца емисије, по правилу одговара за садржину проспекта, ако је у њему назначена таква његова улога. С друге стране, назначење банке у којој се налази само тзв. продајно место (место уписа), у упоредноправно пракси не сматра се основом одговорности банке за садржину проспекта.³⁷

Да резимирамо, према чл. 19, ст. 1, т. 4 ЗТК инвестициона друштва која имају улогу покровитеља или агента емисије у вези са јавном понудом сnose одговорност за садржај проспекта независно од тога да ли су учествовала у његовој припреми или преузела одговорност за његову садржину.

Према члану 19, ст. 1, т. 3 ЗТК предвиђена је и одговорност гаранта у вези са издавањем хартија. ЗТК, међутим, не дефинише појам гаранта у вези са издавањем хартија од вредности. Реч је о лицу које пружа неку врсту средстава обезбеђења (персонална – нпр. банкарску гаранцију или реална – нпр. хипотеку) за испуњење обавеза које проистичу из дужничких хартија од вредности које издавалац издаје јавном понудом. У пракси, гарант емисије јавља се увек код издавања тзв. хипотекарних обвезница где хипо-

³⁶ Замислимо је чак да банка као поверилац емитента ради обезбеђења свог потраживања иницира и промовише издавање хартија од вредности јавном понудом (ради прикупљања) капитала, а да према споља уопште не иступа као „вођа“ емисије или члан конзорцијума банака.

³⁷ Jens Ekkenga, Heyo Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006, стр. 342.

тека на непокретности гаранта емисије, који не мора истовремено бити издавалац, служи као средство обезбеђења за испуњење обавеза које проистичу из хипотекарних обвезница које се издају јавном понудом коју прати обавеза објављивања проспекта.

5. Одговорност независног ревизора и других лица за садржај проспекта

Питање одговорности стручних лица – адвоката, пореских саветника, ревизора и др. за садржину проспекта у упоредном праву није на јединствен начин регулисано. Одговор на њега зависи од одговора на претходно питање - да ли специфична законска одговорност постоји само за целокупну садржину проспекта (нпр. право СР Немачке, право Аустрије) или може постојати и одговорност за његове поједине делове (нпр. право САД³⁸)?

Ако се одговорност за садржај односи само на проспект у целини, онда су из те одговорности, по правилу искључена стручна лица – адвокати, порески саветници, ревизори, јер они, по правилу, учествују само у изради или испитивању појединих података садржаних у проспекту. У том случају, они могу одговарати за садржину проспекта ако су у поступку емисије имали сопствени економски интерес (нпр. продају сопствене акције) који је већи од обичног уговорног интереса за остваривање провизије по основу стручно обављеног посла³⁹, ако су намерно утицали на изостављање или нетачност података садржаних у проспекту или ако су преузели одговорност за садржину проспекта у целини.

Ако се, међутим, одговорност за садржај проспекта по специјалним законским прописима може односити и на поједине његове делове, онда ова лица могу бити одговорна за садржину проспекта, иако није испуњен ниједан од претходно поменутих додатних услова. У том случају ће ревизор, на пример, одговарати само уколико је нетачност или непотпуност садржана у финансијском извештају, који је он испитао и који се сматра саставним делом проспекта, утицала на настанак штете (нпр. пад вредности ефеката). Такво решење садржи и ЗТК. Према ЗТК одговорност независног ревизора може се односити и на поједине делове проспекта. Према ЗТК, члан 19, ст. 1, т. 5 независни ревизори издаваоца носе одговорност искључиво у вези са финансијским извештајима који су укључени у проспект, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији.

³⁸ Sec.11 (a) (4) Securities Act 1933.

³⁹ Stefan Papst, *Liability for Misstatements in Germany*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law, Hamburg, February 2007, стр. 3.

Према ЗТК, члан 19, ст. 1, т. 6, за садржај проспекта сноси одговорност и друго лице, уколико преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који је преузело одговорност, и то искључиво у вези са тим подацима.

Коначно, према ЗТК, члан 19, ст. 4 лице које је саставило скраћени проспект сноси одговорност искључиво за штету насталу због тога што је скраћени проспект погрешан, нетачан или доводи у заблуду када се чита заједно са другим деловима проспекта, осим ако лице није могло знати за значајно погрешне или обмањујуће информације у проспекту. Скраћени проспект је заправо уводни део проспекта у коме се наводе, у кратким цртама и на једноставан начин, најзначајнији подаци и ризици у вези са издаваоцем, гарантом и хартијама од вредности.⁴⁰ ЗТК предвиђа солидарну одговорност издаваоца и лица која су саставила скраћени проспект за насталу штету у случајевима када скраћени проспект доводи у заблуду и када је нетачан или недоследан у односу на друге делове проспекта.⁴¹ То је једина одредба ЗТК која указује на солидарну одговорност са издаваоцем.

Када је реч о одговорности других лица (нпр. понуђача, који није истовремено издавалац, директора и чланова управног одбора издаваоца, гаранта емисије, покровитеља или агента емисије у вези са јавном понудом хартија од вредности) ЗТК не садржи изричиту норму о њиховој солидарној одговорности са издаваоцем. Ипак, у недостатку посебне одредбе ЗТК могу се применити општа правила из члана 206 Закона о облигационим односима (даље у тексту: ЗОО) о одговорности више лица за исту штету. За штету коју је више лица проузроковало заједно, сви учесници одговарају солидарно.⁴² Солидарно одговарају за проузроковану штету и лица која су је проузроковала радећи независно једно од другог, ако се не могу утврдити њихови удели у проузрокованој штети.⁴³ Кад је несумњиво да је штету проузроковало неко од два или више одређених лица која су на неки начин међусобно повезана, а не може се утврдити које је од њих штету проузроковало, та лица одговарају солидарно.⁴⁴

6. Одговорност надлежне власти - Комисије за хартије од вредности

У праву Републике Србије, једнако као и у упоредном праву проспект не сме бити објављен све док се не добије одобрење од стране надлежне власти.⁴⁵ То значи да је адресат обавезе (издавалац, понудилац или подно-

⁴⁰ Видети ЗТК, чл. 16, ст. 1.

⁴¹ Видети ЗТК, чл. 16, ст. 2, т. 3.

⁴² ЗОО, чл. 206, ст. 1.

⁴³ ЗОО, чл. 206, ст. 3.

⁴⁴ ЗОО, чл. 206, ст. 4.

⁴⁵ Видети чл. 13 ст. 1 Директиве ЕУ о проспекту.

силац захтева за укључење хартија од вредности на регулисано тржиште) ради извршења обавезе објављивања проспекта дужан да надлежној власти поднесе захтев за одобрење проспекта.

Одобрење проспекта представља афирмативно (потврдно) иступање након завршетка поступка испитивања потпуности, разумљивости и међусобне усаглашености података садржаних у проспекту. Који ће орган државне власти имати надлежности у вези са одобрењем проспекта, остаје да државе чланице уреде самостално својим националним законодавством.

Пре него што одобри објављивање проспекта надлежна власт испитује три елемента: потпуност проспекта, међусобну усклађеност (кохерентност) и разумљивост података који су у њему садржани. Дакле, надлежна власт не врши садржинско испитивање података. Другим речима, контрола не обухвата материјално испитивање бонитета издаваоца, нити испитивање тачности података садржаних у њему. У складу са тим надлежна власт, по правилу, не одговара за материјалну (садржинску) исправност тј. тачност података садржаних у проспекту. У сваком случају, питање уређења одговорности надлежне власти Директива ЕУ о проспекту препушта националним правима држава чланица.⁴⁶

ЗТК изричитом одредбом искључује одговорност Комисије за хартије од вредности за истинитост и потпуност података садржаних у проспекту.⁴⁷ Овакво решење сматрамо само делимично исправним. Комисија за хартије од вредности не испитује тачност (истинитост) података садржаних у проспекту, па је искључење њене одговорности у том делу оправдано. Ипак, како она испитује потпуност података садржаних у њему, барем са аспекта постојања или не постојања података који су као обавезна садржина проспекта предвиђени у закону и подзаконским актима, искључење њене одговорности у том делу не може се сматрати оправданим. Овде би, ако ништа друго, требало да одговара Република Србија, због пропуста у обављању службене дужности лица која обављају послове у посебној организацији – Комисији за хартије од вредности чији је оснивач Република Србија.

Генерално посматрамо, по питању одговорности надлежне контролне власти не постоји јединствено решење у упоредном праву. Директива ЕУ о проспекту не предвиђа обавезну одговорност надлежне контролне власти за садржај проспекта, већ то питање препушта на аутономно уређење државама чланицама.⁴⁸

⁴⁶ Видети чл. 13 ст. 6 Директиве ЕУ о проспекту.

⁴⁷ Видети ЗТК, чл. 19, ст. 6.

⁴⁸ Sussane Kalls., Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, Wien, 2005, стр. 291.

У овом домену постоји интересантно решење у праву Аустрије, према којем поред одговорности Републике Аустрије због повреде службене дужности њених органа, постоји и посебан вид одговорности лица која у оквиру њихове Комисије за хартије од вредности обављају контролу проспекта у конкретном случају. Они се називају контролорима проспекта. У циљу превентивног обезбеђивања пажљивог поступања приликом испитивања проспекта, предвиђена је њихова лична спољна имовинска одговорност према улагачима за контролу коју они врше, а то су: потпуност, међусобну усклађеност (кохерентност) и разумљивост података садржаних у проспекту. Поред овога, предвиђена је и имовинско-правна одговорност Бечке берзе за давање мишљења о нетачности и непотпуности података садржаних у тзв. берзанском проспекту приликом подношења захтева за уврштење хартија од вредности на њено регулисано тржиште.

У одсуству посебних норми о томе, судска пракса обично стоји на становишту да одговарајућа институција може ући у круг одговорних лица. У образложењу једне од пресуда италијанског суда одговорност институције (у Италији *CONSOB*) заснива се на надзорној функцији и овлашћењима која ова институција има. У коментарима италијанске судске одлуке истиче се да је реч о одговорности за случај да се ради о суштинским недостацима проспекта. Ту спадају случајеви изостанка података и форме који су законом и дугим прописима за проспект одређени. То, међутим, не значи да инвеститор може да тужи поменути институцију сваки пут када се ослони на непотпуну садржину проспекта.⁴⁹

7. Правни карактер изјаве одговорних лица да су према њиховом сазнању информације у проспекту потпуне и тачне

Према члану 19, ст. 3 ЗТК проспект мора да садржи изјаву сваког лица које је одговорно за тачност и потпуност информација у проспекту да су, према његовим сазнањима, информације у проспекту у складу са чињеницама, као и да нису изостављене чињенице које би могле да утичу на истинитост и потпуност проспекта. Природа ове изјаве није сасвим јасна. Ова изјава, према нашем мишљењу, има само деклараторни карактер. Та изјава, нема значај преузимања одговорности за садржај проспекта, као што је то случај када је реч о одговорности других лица у складу са чланом 19, ст. 1, т. 6 ЗТК. Давање поменуте изјаве има само деклараторни карактер, јер према изричитој одредби члана 19, ст. 1 ЗТК сва побројана лица од тачке 1-5 става 1 члана 19 ЗТК сносе одговорност за садржај про-

⁴⁹ Зоран Арсић, „Одговорност за садржину проспекта“, *Право и привреда*, бр. 9-12/2004, стр. 80.

спекта. Евентуално ускраћивање давања поменуте изјаве не би их могло ослободити од евентуалне одговорности.

Овде, је, међутим, спорно да ли би Комисија за хартије од вредности уопште одобрила објављивање проспекта без давања изјаве поменутих лица. То би, међутим, могло да отвори неке друге проблеме. Уколико би Комисија због одсуства изјаве било ког од лица која према ЗТК, чл. 19, ст. 1, т. 1-5 одговарају за садржај проспекта одбила одобрење проспекта због тога што је неко од лица ускратило давање поменуте изјаве, због врло широко постављеног круга лица која одговарају за садржај проспекта, могло би бити доведено у питање спровођење читаве емисије. Због тога сматрамо да би било боље решење према којем би за садржај проспекта увек одговарао издавалац и понуђач (ако није истовремено издавалац), а остала лица само ако су преузела одговорност за његову садржину, што је владајуће решење у упоредном праву. При садашњој регулативи, где одговорност лица из члана 19, ст. 1, т. 1-5, свакако постоји на основу законске норме, изјава о томе да су према њиховим сазнањима, информације у проспекту у складу са чињеницама, као и да нису изостављене чињенице које би могле да утичу на истинитост и потпуност проспекта има само деклараторни карактер и ускраћивање давања те изјаве, не би требало да представља разлог због којег би Комисија одбила да одобри објављивање проспекта.

*Vladimir Marjanski, Ph.D., Assistant Professor
University of Novi Sad
Faculty of Law Novi Sad*

Persons Liable for the Content of the Prospectus

Abstract: *Prospectus is a technical-legal instrument used in the capital market for informing potential investors. Liability for the content of the prospectus can be a result of the content's deficiency. Content of the prospectus is deficient if it is not in accordance with legal rules regulating its completeness, truthfulness and transparency. As for a particular type of deficiency, the prospectus can be incorrect, incomplete or deceptive. The issue of liability for the prospectus' content is very complex. The subject matter of this paper is restricted to defining persons liable and conditions of their liability for the content of the prospectus. The Law on the Capital Market (hereinafter: the LCM) regulates potential liability of the wide number of persons. However, it does not, in most instances, define conditions under which those persons are liable for the content of the prospectus. The paper discusses the liability of each person which is, by virtue of the LCM, potentially liable for the content of the prospectus and also contains a short glimpse on solutions from comparative law. Furthermore, the author underlines a need for a change of the provision which a priori excludes liability of the regulatory body – the Securities Commission.*

Key words: *prospectus, liability for the content of the prospectus, issuer, securities.*