

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

ВРЕМЕ ВАЖЕЊА (ВАЛИДНОСТ) ПРОСПЕКТА И ОБАВЕЗА ДОПУНЕ (АКТУЕЛИЗАЦИЈЕ И ИСПРАВЉАЊА) ПРОСПЕКТА¹

Сажетак: У раду се обрађују два важна питања права тржишта капиталла. То су време важења (валидност) проспекта и обавеза допуне (актуелизације и исправљања) проспекта. Законом о тржишту капиталла утврђена је валидност тј. временско важење проспекта. Проспект за упућивање јавне понуде или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно МТП валидан је у периоду од 12 месеци након објављивања, под условом да је проспекти допуњен, по потреби, додатком проспекта с новим информацијама о издаваоцу и хартијама од вредности које ће бити у јавној понуди или укључене на регулисано тржиште, односно МТП. У раду се посебно наводе разлике између времена важења проспекта и периода трајања јавне понуде хартија од вредности. Време важења (валидност) проспекта је питање које се доводи у везу са обавезом актуелизације и исправљања проспекта, али и обавезом *ad hoc* информисања јавности на тржишту капиталла. Обавеза допуне (актуелизације и исправљања) тј. састављања додатка проспекта траје од тренутка одобрења проспекта па све до окончања јавне понуде односно до тренутка укључења хартија од вредности на регулисано тржиште или МТП. Обавезе актуелизације и исправљања проспекта подразумевају уношење пошуну нових битних чињеница у додатак проспекта или исправљање битних неправилности и неопшуности података садржаних у проспекту које се односе на издаваоца и хартије о вредности које се издају или уврштавају на регулисано тржиште, уколико те чињенице могу бити одицаја на доношење инвестиционе одлуке.

Кључне речи: емисиони, хартије од вредности, проспекти, време важења проспекта, обавеза допуне проспекта

¹ Рад је посвећен пројекту „Теоријски и практични проблеми стварања и примене права (ЕУ и Србија) који финансира Правни факултет Универзитета у Новом Саду.

1. ВРЕМЕ ВАЖЕЊА (ВАЛИДНОСТ) ПРОСПЕКТА

1.1. Опште напомене

Чланом 22 Закона о тржишту капитала² утврђена је валидност тј. временско важење проспекта. Проспект за упућивање јавне понуде или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно МТП валидан је у периоду од 12 месеци након објављивања, под условом да је проспект допуњен, по потреби, додатком проспекта с новим информацијама о издаваоцу и хартијама од вредности које ће бити у јавној понуди или укључене на регулисано тржиште, односно МТП у складу са одредбама члана 33 ЗТК. Чланом 33 ЗТК, утврђена је обавеза актуелизације и, или исправљања проспекта путем састављања додатка проспекта у периоду његовог важења. Ово правило преузето је из Директиве ЕУ о проспекту.³ Према члану 9 ст. 1 Директиве проспект важи у периоду од 12 месеци од његовог објављивања за јавне понуде или укључење хартија од вредности за трговину на регулисаном тржишту, под условом да је проспект допуњен било каквом допуном (исправљање и, или актуелизација) у складу са чланом 16 поменуте Директиве.

Време важења (валидност) проспекта је питање које се доводи у везу са обавезом актуелизације и исправљања проспекта, али и обавезом *ad hoc* информисања.⁴ Док траје јавна понуда постоји обавеза допуне (актуелизације и, или исправљања) проспекта, а по уврштењу хартија од вредности на регулисано тржиште она уступа место обавези *ad hoc* (повременог) информисања. Дакле, једном одобрен и објављен проспект уз адекватне допуне важи не само за једну конкретну јавну понуду односно конкретно укључење хартија од вредности за трговину на регулисаном тржишту, већ и за сваку наредну јавну понуду односно укључење хартија од вредности истог издаваоца уколико јавна понуда односно захтев за укључење буду поднети у току важења проспекта, тј. пре истека поменутог рока од 12 месеци. Другим речима, нова емисија може бити спроведена на основу раније објављеног још увек важећег проспекта.⁵

Ако јавна понуда отпочне пре истека рока важења проспекта, али се заврши по истеку рока његовог важења, нема обавезе његовог поновног

² „Службени Гласник РС“ бр. 31/2011 (даље у тексту: ЗТК).

³ Директива ЕУ о проспекту (ОЈ 2003/71/ЕС).

⁴ У вези са обавезом повременог (*ad hoc*) информисања јавности на тржишту капитала видети опширније код Владимир Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу *ad hoc* информисања јавности на тржишту капитала“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду* 2/2012, 297-309.

⁵ Владимир Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности*, докторска дисертација, Нови Сад 2009, 159.

састављања, одобрења и објављивања. При томе обавеза његове допуне (актуелизације и, или исправљања) ипак постоји све до окончања конкретне јавне понуде. Овде није битно када се та јавна понуда заправо окончава. По истеку важења не сме на основу истог проспекта бити спроведена нова јавна понуда, нити бити извршено укључење „нових“ хартија од вредности на регулисано тржиште.⁶

Према члану 22, ст. 2 ЗТК у случају упућивања програма понуде дужничких хартија од вредности предвиђених одредбом члана 18 став 1, тачка 1 ЗТК раније поднесени основни проспект⁷ важи најдуже 12 месеци.

Коначно, код тзв. трајних емисија које се спроводе од стране кредитних институција које издају дужничке хартије од вредности основни проспект важи све док се хартије од вредности на које се он односи издају континуирано или периодично⁸ тј. док у оквирима одређене емисије не преостане више хартија од вредности за нуђење.⁹

Уз сам проспект валидан проспект чине и документ о регистрацији¹⁰, документ о хартијама од вредности по потреби иновирани у складу са чланом 25 ЗТК, као и скраћени проспект.

1.2. Разлике између времена важења (валидности) проспекта и трајања јавне понуде

Да не би било недоумица, наводимо и да се институт временског важења проспекта разликује од трајања јавне понуде. Питање трајања јавне понуде хартија од вредности има изузетан значај из више разлога.

Прво, од почетка важења (трајања) јавне понуде наступа могућност предаје понуда за упис или куповину хартија од вредности. Почетак трајања јавне понуде се дакле поклапа са тренутком настанка конкретне могућности стицања хартија од вредности (предаја понуда за стицање хартија од вредности) од стране улагача.¹¹

Друго, за време важења јавне понуде постоје значајне обавезе на страни емитента или понудиоца у вези са проспектом. Ту спадају обавеза актуелизације и исправљања – допуне проспекта. Адресату обавезе није свеједно до ког момента може имати наведене обавезе. Упркос значају овог питања, време важења јавне понуде код нас, али ни у упоредном праву није

⁶ Видети Директиву ЕУ о проспекту, чл. 9 ст. 5.

⁷ Основни проспект је дефинисан чланом 18 ЗТК.

⁸ Видети ЗТК, чл. 22, ст. 3.

⁹ Thomas Zivny., *Kurzkommentar - Kapitalmarktgesetz*, Wien 2007, 102.

¹⁰ Документ о регистрацији је саставни део тзв. подељеног проспекта који садржи податке о издаваоцу, видети ЗТК, чл. 17, ст. 1-2.

¹¹ T. Zivny., 24.

прецизно дефинисано. У том домену се даје предност схватању да поступак нуђења хартија од вредности треба да буде што флексибилнији – дерегулисан и препуштен на вољу онога ко понуду упућује. Ипак, разлози правне сигурности говоре у прилог потреби да се у позитивном праву одреди барем тренутак до кога најкасније јавна понуда престаје да важи. Стога у упоредном праву постоје предлози да се унесе одредба о томе да јавна понуда важи најкасније до тренутка уврштења хартија од вредности на уређено (регулисано, организовано) тржиште или тренутка отварања трговине односним хартијама од вредности.¹²

Почетак важења јавне понуде, поклапа се са почетком рока за упис или куповину хартија од вредности јер од тог момента настаје могућност предаје понуда за стицање хартија од вредности (упис или куповину). С друге стране, јавна понуда, по правилу, престаје да важи уврштењем хартија од вредности на уређено (регулисано) берзанско или ванберзанско (слободно) тржиште, а најкасније истеком рока предвиђеног за упис или куповину хартија од вредности.¹³ Будући да у упоредном праву постоји могућност издавања хартија од вредности непосредно на уређеном тржишту, логично је да јавна понуда може да престане да важи, још пре истека рока који је предвиђен за упис и уплату хартија од вредности, ако је у погледу њих отворена трговина на истом тржишту. Стога би питање крајњег тренутка до кога важи јавна понуда из разлога правне сигурности емитента и његове евентуалне одговорности за допуну проспекта, било корисно дефинисати.¹⁴

Дакле, јавна понуда траје све док постоји тзв. конкретна могућност стицања хартија од вредности тј. предаје обавезујућих понуда за њихово стицање (упис и уплату или куповину од покровитеља емисије). Иако се у јавном позиву, по правилу, одређује време важења јавне понуде¹⁵ (нпр. одређивањем датума „од – до“ или броја дана и др.) оно се не мора поклапати са стварним трајањем јавне понуде у конкретном случају. До престанка њеног важења може доћи и у неком тренутку пре истека времена које је одређено у јавном позиву (нпр. тренутак коначне расподеле хартија од вредности, тренутак уврштења хартија од вредности на уређено тржиште или тренутак отварања трговине хартијама од вредности на регулисаном тржишту). У случају тзв. сталне (континуиране) емисије, јавна понуда престаје да важи тек исцрпљењем понуде тј. „продајом“ свих хартија од вредности или када ту јавну понуду емитент остави.

¹² Обавештење о трговини хартијама од вредности на регулисаном тржишту не представља јавну понуду хартија од вредности.

¹³ Т. Zivny., 24.

¹⁴ О могућим проблемима због изостанка такве норме видети код Jochen Seitz,, „Das neue Wertpapierprospektrecht“, *Die Aktiengesellschaft* 18/2005, 683.

¹⁵ Изузетак су континуиране емисије.

Поред наведеног, посебно је значајно разграничење између јавне понуде која још увек важи и нове јавне понуде.¹⁶ Додела новог ИСИН броја¹⁷, по правилу, показује да је реч о новој емисији. Ипак, код објављивања повећања обима емисије (нпр. вршења додатне расподеле)¹⁸ или у оквиру трајне емисије не постоји самостална нова јавна понуда.

Да резимирамо, јавна понуда траје од почетка до престанка постојања конкретне могућности уписа или куповине хартија од вредности по основу учињене јавне понуде.

2. ОБАВЕЗА ДОПУНЕ (АКТУЕЛИЗАЦИЈЕ И ИСПРАВЉАЊА) ПРОСПЕКТА

Обавеза допуне проспекта подељена на две обавезе, обавезу исправљања и обавезу актуелизације проспекта, код којих постоје исте правне последице у случају њиховог вршења или неизвршења. Наиме, након одобрења проспекта могу се појавити нове битне чињенице или пак бити утврђене (примећене) битне нетачности или непотпуности у погледу података садржаних у проспекту, које могу имати утицаја на процену вредности хартија од вредности тј. на доношење инвестиционе одлуке. Уколико у периоду од када је проспект одобрен па до окончања јавне понуде хартија од вредности, односно до тренутка укључења на тржиште хартија од вредности, настане значајна нова чињеница, утврди се постојање битне грешке или непрецизности у вези са информацијама из проспекта које могу утицати на процену хартија од вредности, издавалац или понуђач је дужан да одмах сачини додатак проспекту и достави Комисији захтев за његово одобрење.¹⁹

Овде је реч или о потпуно новим битним чињеницама или о битним неправилностима и непотпуностима података садржаних у проспекту, које се односе на финансијску позицију, стање укупне имовине и обавеза, добит и губитке у пословању, правни положај, потенцијалне пословне резултате и друге битне чињенице и околности у вези са издаваоцем и хартија-

¹⁶ Т. Zivny., 24.

¹⁷ ИСИН број је међународни идентификациони број финансијског инструмента (енгл. International securities identification number).

¹⁸ Видети опширније о томе код Владимир Марјански, „Расподела хартија од вредности нуђених јавном понудом“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду* 1/2009, 369-386.

¹⁹ ЗТК, чл. 33, ст. 1. Исто решење садржи и Директива ЕУ о проспекту, чл. 16, ст. 1.: „Уколико се поменути чињенице појаве или буду утврђене у периоду од одобрења проспекта до окончања јавне понуде или до укључења хартија од вредности на регулисано тржиште, адресат има обавезу да те чињенице објави у допуни проспекта.

ма о вредности које се издају. У погледу чињеница или неправилности односно непотпуноста које нису битне, ова обавеза не постоји.

Обавеза допуне (актуелизације и, или исправљања) тј. састављања траје од тренутка одобрења проспекта па све до окончања јавне понуде односно до тренутка укључења на тржиште хартија од вредности.²⁰ Од тог тренутка, допуна проспекта потпада под обавезу *ad hoc* информисања. О односу између обавезе допуне и *ad hoc* информисања ћемо говорити касније.

Обавеза исправљања, која подразумева исправљање нетачних и, или попуњавање непотпуних података садржаних у проспекту, је нешто шира од обавезе актуелизације. Док је код обавезе актуелизације довољно у допуни (додатку проспекта) само назначити нове чињенице, код исправљања је „старе“ неисправне неопходно назначити и кориговати. Једно од спорних питања је да ли се измена ценовног распона до кога може доћи у току поступка стварања књиге (енг. *bookbuilding-a*)²¹ или промена емисионог волумена (количине хартија од вредности које се нуде) представљају битне нове чињенице које изазивају обавезу допуне проспекта. То, чини нам се, зависи првенствено о тога да ли те измене утичу на садржину проспекта. У одредбама о садржини проспекта предвиђено је да информације о емисионој цени и обиму емисије могу бити изостављене. Ипак, ако на пример, због промене обима емисије требају бити обезбеђена права „старих“ акционара у погледу права приоритетног уписа, онда о томе улагачи морају бити обавештени у допуни (додатку) проспекта.

Додатак проспекту одобрава се на исти начин као и проспекат, у року од седам радних дана од дана пријема захтева за одобрење додатка и објављује се првог наредног радног дана од дана одобрења, на исти начин на који је објављен проспекат.²² Интересантно је да ЗТК не садржи одредбу о одговорности Комисије за хартије од вредности уколико у том периоду она не донесе одлуку о одобрењу или одбијању захтева за одобрење додатка проспекта. У упоредном праву се среће решење по којем уколико у том периоду (период од седам радних дана) надлежна власт не донесе одлуку о одобрењу или одбијању одобрења допуна, она по службеној дужности одговара за накнаду евентуалне штете која је тиме проузрокована адресату обавезе и, или подносиоцу захтева.²³

²⁰ Sussane Kalss, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht: System*. Wien 2005, Band I, 270.

²¹ Поступак стварања књиге (енгл. *Bookbuilding*) је поступак утврђивања емисионе вредности акција. Детаљно је описан код Владимир Марјански, „Утврђивање емисионе цене акција“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду* 1-2/2008, 837-855.

²² ЗТК, чл. 33, ст. 3. Видети и Директиву ЕУ о пропекту чл. 16, ст. 1 реч. 2.

²³ За аустријско право видети S. Kalss, M. Oppitz, J. Zollner, 270.

Иначе, допуна (додатак проспекту) треба да буде неодложно објављена на истоветан начин путем исте врсте медија којим је објављен „оригинални“ проспект. Допуна не представља нови проспект, јер у складу са функционалним схватањем појма јавности²⁴ у праву тржишта капитала, не постоји правни основ за објављивање новог проспекта.

Једно од нових права предвиђених ЗТК и Директивом ЕУ о проспекту је право улагача који се сагласио да упише хартије од вредности или да закључи уговор о куповини хартија од вредности да одустане, опозове понуду или раскине већ закључен уговор, у року одређеном у додатку, а који не може бити краћи од 2 радна дана од дана одобрења допуне проспекта.²⁵ Пре тога, он у неким правима има право раскида уговора због неизвршења обавезе допуне проспекта. Стога право одустанка које постоји на страни улагача и пре тренутка објављивања допуне (исправљања или актуализације) проспекта траје до истека одређеног рока од дана објављивања допуне (тај рок према Директиви не сме бити краћи од два радна дана).

Право одустанка имају по природи ствари само они улагачи који су уписали или закључили уговор о куповини хартија од вредности пре тренутка објављивања допуна. У неким државама чланицама ЕУ (нпр. Немачкој) оно се, међутим, не даје улагачу уколико је уговор о стицању хартија од вредности већ био испуњен. Осим тога, ово право, које је изричито предвиђено Директивом и законима држава чланица који се односе на њену имплементацију, има смисла само у случајевима када понуда или прихват понуде улагача имају обавезујући карактер тј. тамо где не постоји могућност опозива понуде или прихвата по општим правилима грађанског права и условима прописаним у јавној понуди. Тако нпр. могућност опозива понуде постоји, по правилу, у поступку стварања књиге (енгл. *bookbuilding*) све до истека рока уписа или евентуално и пре, у случају ранијег извршења прерасподеле хартија од вредности.

Једно од значајних питања је и питање како право одустанка (које постоји на основу општих правила грађанског права или оно које је установљено изричитом одредбом Директиве) и његово евентуално вршење или невршење имају утицаја на одговорност у вези са проспектом.²⁶ Допуна проспекта (исправљање или актуелизација) сама по себи не уклања одговорност по основу проспекта у односу на улагача који је још пре објављи-

²⁴ О функционалном схватању појма јавности понуде видети опширније код Владимир Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности*, докторска дисертација, 16-17. и Michael Gruber, „Das öffentliche Angebot in Kapitalmarktgesetz“, *Zeitschrift für Finanzmarktrecht* 1/2007, 22 - 35.

²⁵ Вид. ЗТК, чл. 33, ст. 5 и Директиву ЕУ о проспекту, чл. 16, ст. 2.

²⁶ Wolfgang Groß., *Kapitalmarktrecht*, 3. Auflage, München 2006, 331.

вања допуна верујући у нетачне или непотпуне податке садржане у проспекту већ стекао хартије од вредности.²⁷ Овде остаје јасно да кориговане или допуњене информације до тренутка одлуке о куповини хартија од вредности и закључења уговора о упису или купопродаји још нису постојале и стога већ настала одговорност у вези са проспектом не може бити измењена. Ипак, и након извршења допуне улагач у року од најмање два радна дана има право одустанка (опозива своје понуде или раскида уговора). То је право одустанка утврђено изричитим одредбом ЗТК.

Поставља се стога питање какав утицај има право одустанка улагача засновано на његовој допуни на одговорност у вези са проспектом.²⁸ Ако улагач не изврши своје право одустанка, које је засновано на допуни проспекта, захтев улагача за накнаду штете по основу одговорности у вези са проспектом (нпр. због пада вредности стечених ефеката) не би био основан, јер је улагач био обавештен о нетачним и, или непотпуним подацима и, или новим околностима у допуни проспекта и истовремено имао и право да одустане од свог улагања, али га није искористио. Исто тако, уколико су понуда или прихват улагача били по својој природи опозиви (нпр. у поступку стварања књиге пре извршења расподеле), а обавеза допуне (исправљања или актуелизације) је извршена све до истека рока предвиђеног за упис хартија од вредности односно прерасподеле хартија од вредности, захтев улагача за накнаду штете по основу одговорности у вези са проспектом би такође био неоснован, јер је по сазнању за допуне све до истека рока предвиђеног за упис или извршене прерасподеле хартија од вредности имао прилику да одустане од своје иначе опозиве понуде односно прихвата (тј. свог улагања), а то није учинио.²⁹ Осим тога, од објављивања допуне је проспект био исправан и потпун. Такође, свест о постојању непотпуних или нетачних информација искључује одговорност за садржину проспекта.³⁰

Наравно, ако допуном нису отклоњене одређене неправилности или непотпуности, а улагач остане привржен уговору (не одустане од њега), њему и даље стоји на располагању захтев за накнаду штете по основу одговорности у вези са проспектом, али не због информација обухваћених допуном, већ због нетачних или непотпуних података који допуном нису исправљени или попуњени, а услед којих је улагач претрпео штету. Уколико, међутим, адресат уопште не изврши обавезу објављивања допуне

²⁷ *Ibidem.*

²⁸ *Ibidem.*

²⁹ *Ibidem.*

³⁰ О искључењу одговорности за садржај проспекта видети опширније код Владимир Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности*, 218-219.

проспекта, њега терети одговорност за евентуалну накнаду штете уз постојање права улагача да раскине закључен уговор (у немачком праву само ако уговор још није испуњен).

На крају, треба указати да се обавеза допуне (пре свега актуелизације) и обавеза *ad-hoc* информисања могу извршавати паралелно, у периоду од упућивања јавне понуде па све до њеног окончања односно укључења хартија од вредности на регулисано тржиште.³¹ Након тог тренутка обавеза допуне у потпуности уступа место обавези *ad-hoc* информисања. Једно од питања које се при томе намеће је, какав је однос између обавезе допуне и обавезе *ad-hoc* информисања у случају њиховог паралелног постојања.³² Ако је обавеза *ad-hoc* информисања извршена и по основу ње је објављена нека нова информација, онда је довољно само у допуни проспекта напоменути како та информација гласи и где је она објављена.³³ Разлика између ове две обавезе јесте у обиму али и процедури објављивања нових чињеница. Наиме, обавеза актуелизације се односи само на нове чињенице које требају бити садржане у проспекту, а *ad-hoc* информисање и на нове чињенице које своје место могу наћи и у другим документима (нпр. финансијским извештајима и сл.). Поред тога, док објављивању допуне претходи обавезан поступак одобрења од стране надлежне власти, дотле обавеза *ad-hoc* информисања не подлеже таквом поступку.

³¹ Т. Zivny, 99.

³² S., Kalss, S., M. Oppitz, J. Zollner, 272.

³³ *Ibidem*.

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

Prospectus Validity and Obligation to Asupplement (to Correct and Update) the Prospectus

Abstract: *The paper deals with the two important issues of the law of capital market. Namely, the period of time in which the prospectus is valid (validity) and obligation to asupplement (to correct and update) the prospectus. The Law on the Capital Market of Serbia regulates validity of the prospectus, i. e. the time period in which the prospectus is valid. The prospectus shall be valid for 12 months after its publication for the purposes of the offers of securities to the public or the admission to a regulated market, under the condition that the information in the prospectus, where appropriate, updated by a supplement to the prospectus, containing the latest information on the issuer and securities which shall be offered to the public or admitted to trading on a regulated market or MTF. The paper is particularly focused on the difference between the time of the validity of the prospectus and the period of the validity of public offering of securities. The time for which the prospectus is valid (validity) is an issue which is connected to the obligation to update and supplement the prospectus as well as to the ad hoc obligation to inform the public in the capital market. An obligation to supplement (to update and/or to correct). i. e. to create a supplement to the prospectus exists from the moment the prospectus is approved until the end of the public offering or until the securities are admitted to trading on a regulated market or MTF. An obligation to update and correct the prospectus indicates and obligation to include completely new relevant information in the supplement of the prospectus or to correct the relevant irregularities or incompleteness of information contained in the prospectus with regard the issuer and securities which are to be offered to the public or admitted to trading on a regulated market or MTF, as long as those facts might be of relevance for the investment decision.*

Key words: *issuer, securities, prospectus, the time period in which the prospectus is valid, an obligation to supplement the prospectus.*