

*Dr Vladimir Marjanski, asistent  
Pravnog fakulteta u Novom Sadu*

## FORMA I SADRŽINA PROSPEKTA<sup>1</sup>

**Sažetak:** *U najširem smislu prospekt je dokument koji sadrži važne podatke za procenu rizika ulaganja kapitala ili koji barem pobuđuje utisak o takvoj jednoj sadržini. U užem smislu tj. u smislu koji mu daje pravo tržišta kapitala pod prospektom se smatraju isključivo dokumenti koji se tim terminom označavaju u izvorima te grane prava. U radu se vrši analiza odredbi o formi i sadržini prospekta u našem i pravu Evropske unije. Iako se na prvi pogled može učiniti da je problem uređenja forme i sadržine prospekta isključivo tehničkog karaktera, pitanje forme, a pogotovo načina regulisanja sadržine prospekta je vrlo osetljivo. Prilikom normiranja obavezne sadržine prospekta nije lako naći ravnotežu između potrebe za obezbeđivanjem interesa investitora u pogledu informisanja o emitentu i hartijama od vrednosti (pri tome se mora uzeti u obzir da prospekt ne mora biti jedini izvor informacija) i čuvanja poslovnih tajni emitenta i potrebe za održanjem njegove konkurentne moći.*

**Ključne reči:** *prospekt, forma i sadržina prospekta, hartije od vrednosti, javna ponuda, emitent.*

### Uvodne napomene

Forma i sadržina prospekta je detaljno regulisana kako u našem, tako i u uporednom pravu. Iako se na prvi pogled može učiniti da je problem uređenja forme i sadržine prospekta isključivo tehničkog karaktera,

---

<sup>1</sup> Rad je posvećen projektu *Pravo Srbije u evropskoj perspektivi* br. 149042 koji finansira Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

pitanje forme, a naročito načina regulisanja sadržine prospekta je vrlo osetljivo. Prilikom normiranja obavezne sadržine prospekta nije lako naći ravnotežu između potrebe za osiguranjem interesa investitora u pogledu informisanja o emitentu i hartijama od vrednosti s jedne strane (pri tome se mora uzeti u obzir da prospekt ne mora biti jedini izvor informacija) i čuvanja poslovnih tajni emitenta i potrebe za održanjem njegove konkurenatske moći s druge.<sup>2</sup> Stoga je u domenu regulative o sadržini prospekta potrebno naći odgovarajuću ravnotežu. Tokom narednih razmatranja će biti prvo izložena pravila našeg prava, a potom i pravila u okviru prava Evropske unije.

### 1. Forma i sadržina prospekta u našem pravu

U našem pravu i dalje postoji sistem dvojakog uređenja forme i sadržine prospekta. Razlikuju se forma i sadržina prospekta koji se objavljuje prilikom izdavanja hartija od vrednosti<sup>3</sup> i prospekta koji se obja-

---

<sup>2</sup> D. Drago, „Pravni značaj i priroda javnog poziva za upis akcija“, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Novom Sadu*, br. 1-3/1996, str. 238 - 239.

<sup>3</sup> U našem pravu obaveza objavljivanja prospekta kada je reč o javnim ponudama postoji samo u slučaju upućivanja javne ponude u postupku izdavanja hartija od vrednosti. Osnov za uspostavljanje te obaveze je član 25 st. 1 Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, „Sl. glasnik RS“ br. 46/06 (u daljem tekstu: ZTHV). Hartije od vrednosti se izdaju javnom ponudom, uz obavezno objavljivanje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i upućivanje javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, osim ako ZTHV nije drugačije određeno. Naš ZTHV ne govori o obavezi objavljivanja prospekta kada je reč o javnoj ponudi hartija od vrednosti koje su već primljene na organizovano tržište. Van organizovanog tržišta, izvan postupka izdavanja, upućivanje javne ponude nije dopušteno, jer je zabranjena trgovina hartijama od vrednosti na osnovu javne ponude van organizovanog tržišta. Drugim rečima, u našem pravu obaveza objavljivanja prospekta postoji uvek u slučaju upućivanja primarne javne ponude – ponude čiji su predmet „nove“ hartije od vrednosti. U slučaju sekundarne javne ponude – ponude čiji su predmet postojeće hartije od vrednosti, ova obaveza postoji samo ako se upućivanje javne ponude vrši od strane pokrovitelja emisije u postupku izdavanja hartija od vrednosti na osnovu prethodno zaključenog ugovora o vršenju usluga organizovanja izdavanja hartija od vrednosti sa obavezom njihovog upisa radi dalje prodaje javnom ponudom. U oba slučaja (i u slučaju primarne i u slučaju opisane sekundarne javne ponude) radi se o hartijama od vrednosti koje još nisu primljene na organizovano tržište. U slučaju sekundarne javne ponude hartija od vrednosti koje su primljene na organizovano tržište ne postoji obaveza objavljivanja prospekta, jer u odnosu na njih postoji već prethodno objavljen tzv. berzanski prospekt (prospekt za uključenje hartija od vrednosti na organizovano tržište). Konačno, sekundarna javna ponuda hartija od vrednosti koje nisu uključene na organizovano tržište i istovremeno izvan postupka izdavanja (koja ne bi bila vršena od strane subjekta koji u konkretnom slučaju istupa kao pokrovitelj emisije), u našem pravu nije dopuštena, jer se trgovina (kupovina i prodaja) hartijama od vrednosti putem javne ponude može vršiti samo na organizovanom tržištu. S obzirom na to da ta vrsta javne ponude u našem pravu nije dopuštena, nema ni obaveza u vezi sa prospektom koje bi pratile tu javnu ponudu.

vljuje prilikom uvrštenja hartija od vrednosti na organizovano tržište. Formu i sadržinu prospekta za izdavanje hartija od vrednosti detaljno je uredila Komisija za hartije od vrednosti. Formu i sadržinu prospekta za uključ enje na organizovano tržište određuje svojim aktom jedini organizator tržišta hartija od vrednosti kod nas, Beogradska berza. Budući da će koncept dvojakog uređenja forme i sadržine prospekta za izdavanje i prospekta za uvrštenje hartija od vrednosti na organizovano tržište u novoj regulativi biti napušten, te da će formu i sadržinu obeju prospekata svojim aktom uređivati Komisija za hartije od vrednosti, u okviru ovog članka biće izneta samo osnovna pravila o sadržini prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, čiju je formu i sadržinu i do sada uređivala Komisija za hartija od vrednosti. To će pored ostalog biti učinjeno radi lakšeg upoređivanja sa rešenjima o sadržini prospekta u pravu Evropske unije o kojima će biti više reči u okviru narednog naslova.

Forma i sadržina prospekta za izdavanje hartija od vrednosti regulisana je Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (u daljem tekstu: ZTHV) i Pravilnikom o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti. Pravilnik je donela Komisija za hartije od vrednosti. Forma prospekta je detaljno regulisana u članu 12 pomenutog Pravilnika. U skladu sa njim prospekt se obavezno dostavlja (Komisiji za hartije od vrednosti) u štampanom obliku, na stranicama formata A4, pri čemu ga obavezno overava i potpisuje lice odgovorno za zastupanje izdavaoca. Pored odgovornog lica prospekt mogu potpisati i druga lica koja su učestvovala u njegovoj izradi i pripremi. Tekst prospekta objavljuje se na srpskom jeziku, a može biti objavljen i na stranom jeziku. Prospekt za izdavanje može sadržati grafičke i tabelarne prikaze koji su u vezi sa tekstom prospekta, zaštitni znak izdavaoca i zaštitni znak agenta, odnosno pokrovitelja emisije koji učestvuje u organizaciji izdavanja. Fotografije date u prospektu za izdavanje mogu prikazivati samo proizvode izdavaoca. Sadržaj prospekta za izdavanje hartija od vrednosti nalazi se na početku prospekta. Osim toga, prospekt mora sadržati i određene izjave, koje moraju biti unete u prospekt na tačno određenom mestu u skladu sa pomenutim Pravilnikom.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Svaki prospekt mora sadržati nekoliko izjava. Pre uvodnog dela prospekta, na prvoj stranici, na početku teksta daje se sledeća izjava: „Komisija za hartije od vrednosti ne odgovara za istinitost i potpunost podataka navedenih u prospektu za izdavanje hartija od vrednosti, niti za sposobnost izdavaoca hartija od vrednosti da ispuni obaveze iz hartija od vrednosti koje izdaje.“ Pre osnovnog dela prospekta, na prvoj stranici na početku teksta daju se sledeće izjave: „Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti, sadrži sve bitne podat-

Kada je reč o sadržini prospekta, treba istaći da zakonom nije moguće obuhvatiti sve podatke koje prospekt treba da sadrži. Iako postoje određene kategorije obaveznih podataka koje je moguće identifikovati, obavezni podaci se razlikuju u zavisnosti od vrste izdavaoca, vrste hartija od vrednosti koje su predmet ponude i uslova same ponude. Stoga se ova materija obično uopštenije određuje u zakonu, a detaljno precizira podzakonskim aktima koje donosi ili treba da donese regulator tržišta kapitala. Sadržina prospekta za izdavanje hartija od vrednosti je u našem pravu regulisana u članu 26 ZTHV i detaljno precizirana u Pravilniku o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti. Sastavni deo pomenutog Pravilnika, u kome je detaljno opisana sadržina prospekta, čini Uputstvo o sadržini i formi prospekta za izdavanje akcija i dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti (Prilog 1 i 2 uz pomenuti Pravilnik). Pomenute podzakonske akte (Pravilnik i Uputstvo) je donela Komisija za hartije od vrednosti.<sup>5</sup>

Budući da potrebe ovog rada to ne zahtevaju, te da obim ovog rada to svakako ne bi ni dopustio, na ovom mestu će biti izneta samo osnovna pravila o obaveznoj sadržini prospekta za izdavanje hartija od vrednosti.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti mora sadržati podatke koji, s obzirom na prirodu delatnosti koju obavlja izdavalac i vrstu hartija od vrednosti koje se nameravaju izdati, omogućavaju investitorima da izvrše objektivnu procenu finansijske pozicije, stanja ukupne imovine, obaveza i kapitala, prihoda, rashoda i novčanih tokova, pravnog položaja, potencijalnih poslovnih rezultata i drugih bitnih činjenica i okolnosti u vezi sa izdavaocem, kao i procenu prava i obaveza iz tih hartija od vrednosti.<sup>6</sup> U prospektu za izdavanje hartija od vrednosti ne mogu se navoditi podaci koji mogu stvoriti pogrešnu predstavu kod investitora u pogledu izdavaoca, hartija od vrednosti koje se nameravaju izdati u skladu sa tim prospektom i hartija od vrednosti izdavaoca koje su već izdate.<sup>7</sup>

---

ke koji omogućavaju investitorima objektivnu procenu finansijskog i pravnog položaja izdavaoca hartija od vrednosti i prava i obaveza iz tih hartija od vrednosti“. „U prospektu za izdavanje hartija od vrednosti nisu dati podaci koji mogu uticati na stvaranje pogrešne predstave kod investitora u pogledu izdavaoca hartija od vrednosti, hartija od vrednosti koje se nameravaju izdavati i hartija od vrednosti izdavaoca koje su već izdate“

<sup>5</sup> Videti ZTHV, čl. 26 st. 5.

<sup>6</sup> Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, čl. 8 st. 3.

<sup>7</sup> Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, čl. 8 st. 4.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sastoji se od uvodnog dela i osnovnog prospekta. Uvodni deo prospekta sadrži osnovne podatke o izdavaocu, podatke o hartijama od vrednosti koje se nameravaju izdavati i podatke o nameni sredstava dobijenih izdavanjem tih hartija od vrednosti. Osnovni prospekt sadrži detaljne podatke o izdavaocu, poslovanju izdavaoca i podatke o hartijama od vrednosti koje su izdate, a nisu povučene, odnosno nije im istekao rok dospeća.<sup>8</sup>

Pored potpunog prospekta, koji se dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti, u propisima se pominje i skraćeni prospekt. Skraćeni prospekt je zapravo izvod iz prospekta koji se obavezno objavljuje prilikom upućivanja javne ponude. On sadrži podatke iz uvodnog dela prospekta. Sadržina skraćenog prospekta je propisana Uputstvom o sadržini i formi skraćenog prospekta koje takođe predstavlja sastavni deo pomenutog Pravilnika (prilog 1a i 2a). Lice koje namerava da izdaje hartije od vrednosti javnom ponudom je pored potpunog prospekta, dužno da pripremi i dostavi Komisiji za hartije od vrednosti i skraćeni prospekt, pri čemu je skraćeni prospekt dužno i da objavi prilikom upućivanja javne ponude.

Kada oceni da je to potrebno radi zaštite investitora, Komisija može od podnosioca zahteva tražiti da pojedine podatke u prospektu za izdavanje hartija od vrednosti na odgovarajući način posebno istakne.<sup>9</sup> Ovo se može odnositi i na skraćeni prospekt. U svakom slučaju, podaci u skraćenom prospektu moraju biti u skladu sa podacima iz prospekta i drugom dostavljenom dokumentacijom.<sup>10</sup> Odredbe Pravilnika koje se odnose na formu prospekta uopšte, odnose se i na skraćeni prospekt. O slabostima i neusklađenostima našeg prava sa pravom Evropske unije u domenu regulisanja forme i sadržine prospekta biće više reči u okviru zaključnih razmatranja, a posle analize odredbi o formi i sadržini prospekta u pravu Evropske unije.

## **2. Forma i sadržina prospekta u pravu Evropske unije**

Poslednjih nekoliko godina (usvajanjem Direktive EU o prospektu 2003<sup>11</sup>.) izvršena je temeljna reforma evropskog prava u materiji koja se odnosi na regulisanje prospekta. Pored ostalog, novina koja je uvedena

---

<sup>8</sup> ZTHV, čl. 26 st. 2.

<sup>9</sup> ZTHV, čl. 26 st. 4.

<sup>10</sup> Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, čl. 14. st. 3.

<sup>11</sup> Direktiva broj 2003/71/EC Evropskog parlamenta i Saveta od Novembra 2003 o prospektu koji se objavljuje kada se hartije od vrednosti nude javnosti ili uvrštavaju u trgovinu na uređenom tržištu i kojom se menja Direktiva broj 2001/34/EC (u daljem tekstu: Direktiva EU o prospektu).

Direktivom EU o prospektu je da su ranije razlike u pogledu forme i sadržine između prospekta koji se objavljuje prilikom upućivanja javne ponude (tzv. prodajnog prospekta) i prospekta za uključenje hartija od vrednosti na regulisano tržište (tzv. berzanskog prospekta) uklonjene. Ovom Direktivom su obe vrste prospekta u pogledu forme i sadržine regulisane na istovetan način. To znači da jednom odobren prospekt prilikom upućivanja javne ponude hartija od vrednosti može poslužiti i prilikom uključivanja tih hartija za trgovinu na regulisanom tržištu, ukoliko i dalje traje period njegovog važenja.<sup>12</sup>

Različiti zahtevi u pogledu forme i sadržine dve pomenute vrste prospekta proisticali su iz činjenice da su u nekim državama EU (npr. Nemačkoj, Austriji) formu i sadržinu pomenutih dokumenata propisivala različita tela (Komisija za hartije od vrednosti i uprava organizatora tržišta).<sup>13</sup> Rešenjem koje postoji u Direktivi EU o prospektu, međutim, nije prekinuta samo različitost u pogledu forme i sadržine između prospekta koji je bio objavljivan prilikom upućivanja javne ponude i prospekta za uključenje hartija na regulisano tržište, već i različitost koja je u tom domenu mogla postojati između prospekta za uključenje određenih „hartija“ na jedno i prospekta za uključivanje nekih drugih „hartija“ na drugo tržište.<sup>14</sup>

Kao što je gore istaknuto, prema sadašnjem stanju u našem pravu, različitost u domenu forme i sadržine dve pomenute vrste prospekta i dalje postoji, budući da obaveznu formu i sadržinu prospekta za izdavanje propisuje Komisija za hartije od vrednosti<sup>15</sup>, a formu i sadržinu prospekta za uključenje hartija od vrednosti na listing berze ili slobodno berzansko tržište Upravni odbor Beogradske berze<sup>16</sup>. Novi predlog Zakona o izmenama i dopunama ZTHV konačno napušta koncept dvojakog uređenja „prodajnog“ i „berzanskog“ prospekta.

Razlozi reforme evropskog prava leže i u činjenici da su direktive iz 1980. i 1989., poznavale sistem parcijalnog i kompleksnog priznavanja prospekta između država članica, što je ideju o *single passport* prospektu (tzv. jedinstvenom evropskom pasošu) u potpunosti relativizovalo. *Single passport* prospekt je takav prospekt koji nakon što ga odobri domaće nad-

---

<sup>12</sup> W. Groß, *Kapitalmarktrecht*, 3. Auflage, München, 2006, str. 265.

<sup>13</sup> C. Crüwell, „Die Europäische Prospekttrichtlinie“, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 5/2003, str. 244.

<sup>14</sup> Kod nas ova poslednja različitost nema značaj, jer za sada postoji samo jedan organizator tržišta efektima i njegovo organizovano tržište.

<sup>15</sup> Videti ZTHV, član 26 st. 5.

<sup>16</sup> Beogradska berza je jedini postojeći organizator tržišta efektima u našoj zemlji.

ležno telo postaje podoban za prekograničnu cirkulaciju.<sup>17</sup> Drugim rečima, jednom dobijeno odobrenje prospekta je dovoljno.<sup>18</sup> Na temelju takvog prospekta je moguće prikupiti kapital javnom ponudom u bilo kojoj državi članici. To je omogućilo nesmetano upućivanje prekograničnih javnih ponuda.

Direktivom EU o prospektu nije bilo moguće, ali ni najcelishodnije obuhvatiti sve podatke koje prospekt treba da sadrži. Pomenuta direktiva posvećuje nekoliko članova obaveznoj formi i sadržini prospekta (**minimum informacija**). Prema njoj, prospekt, slično kao i u našem pravu, treba da sadrži sve informacije koje, prema posebnoj prirodi izdavaoca i hartijama od vrednosti koje su predmet javne ponude ili u pogledu kojih je podnet zahtev za uključenje na regulisano tržište, treba da omogućuje investitoru da donese na informacijama zasnovanu procenu ukupne imovine (aktive) i obaveza (pasive), finansijskog položaja, dobiti i gubitaka, perspektivu izdavaoca uopšte ili bilo kog garantora, kao i da se informiše o pravima koja proističu iz tih hartija od vrednosti.<sup>19</sup> Prospekt minimalno treba da sadrži podatke o izdavaocu i hartijama od vrednosti koje su predmet javne ponude ili u pogledu kojih je podnet zahtev za uključenje na regulisano tržište.

U prospektu mora biti sadržan i **rezime**. Rezime treba na jasan, koncizan način, na jednostavnom (netehničkom) jeziku da obuhvati osnovne karakteristike i rizike koji se odnose na izdavaoca, garantora i hartije od vrednosti, i to na jeziku na kome je prospekt sačinjen.<sup>20</sup> Pri tome te informacije trebaju biti prezentovane na lako ispitiv i savremen način.<sup>21</sup> Bilo koja investicija u hartije od vrednosti treba da se zasniva na razmatranju prospekta u celini od strane investitora.<sup>22</sup>

Adresat obaveze u vezi sa prospektom (izdavalac, ponudilac ili lice koje podnosi zahtev za uključenje „hartija“ na regulisano tržište) može sačiniti prospekt u jednom ili u većem broju dokumenata (**jednodelni ili višedelni prospekt**).

Prospekt koji se sastoji iz više posebnih dokumenata (delova), sastoji se iz 3 dela: registracionog dokumenta (eng. *registration document*), dokumenta koji se odnosi na hartije od vrednosti (eng. *securities note*) i rezimea (eng. *summary note*). Registracioni dokument sadrži po-

<sup>17</sup> Čulinović - Herc, E., „Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira“, *Zbornik Pravnog fakulteta sveučilišta u Rijeci*, br. 1/2003., str. 115.

<sup>18</sup> U tom pogledu upućujemo na razmatranja o notifikaciji prospekta.

<sup>19</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 1.

<sup>20</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 2.

<sup>21</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 2 (a).

<sup>22</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 2 (b).

datke o izdavaocu. Dokument koji se odnosi na hartije od vrednosti prirodno sadrži podatke o hartijama od vrednosti koje su predmet javne ponude ili u pogledu kojih se podnosi zahtev za uključenje na regulisano tržište.<sup>23</sup> Konačno, rezime obuhvata osnovne karakteristike i rizike koji se odnose na izdavaoca, garantora i hartije od vrednosti, i to na jeziku na kome je prospekt sačinjen. U skladu sa obavezom kontinuirane objave podataka, zahteva se jednogodišnja obnova registracije kako bi se osigurala dostupnost novih podataka. O kojim se podacima radi to uređuju drugi propisi prava EU.<sup>24</sup> Ovaj sistem znatno ubrzava postupak odobrenja novih emisija jer u jednom odobreni registracioni dokument samo treba uneti novine, tako da se ispitivanje prospekta pri novoj emisiji ograničava samo na dokument koji se odnosi na hartije od vrednosti (eng. *securities note*).<sup>25</sup>

U pogledu pojedinih hartija od vrednosti prospekt po izboru adresata obaveze može biti objavljen u formi osnovnog (*basis*) prospekta.<sup>26</sup> Takva mogućnost videli smo postoji i u našem pravu kada su u pitanju kratkoročne dužničke hartije od vrednosti.<sup>27</sup>

Poznato je da u trenutku podnošenja zahteva za odobrenje prospekta, svi uslovi javne ponude ne moraju biti poznati (npr. cena efekata, obim emisije). Stoga, ukoliko oni nisu sadržani u osnovnom ili u dopuni prospekta, konačni uslovi moraju biti prikazani investitorima i ubeleženi od strane nadležne vlasti u trenutku činjenja javne ponude čim to postane moguće i ukoliko je moguće i još pre početka njenog važenja.<sup>28</sup> Član 8 Direktive sadrži norme o tzv. **izostavljanju informacija**. Izričito je predviđeno da države članice trebaju da obezbede da tamo gde konačnu cenu i količinu hartija od vrednosti koje se nude nije moguće uključiti u prospekt trebaju biti određeni kriterijumi i, ili uslovi u skladu sa kojima će gornji elementi biti određeni, ili da u slučaju cene u prospektu bude prikazana barem maksimalna cena, ili da u suprotnom prihvatanje odnosno ponuda za kupovinu ili upis hartija od vrednosti može biti opozvana za ne

---

<sup>23</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 3.

<sup>24</sup> Reč je o Direktivi o podacima koje moraju redovno objavljivati društva čije su hartije od vrednosti uključene na regulisano tržište (br. 34/2001), kao i Direktivama iz domena Prava privrednih društava EU.

<sup>25</sup> Stoga je nadležnim vlastima država članica i dat kraći rok (rok od 10 dana) za donošenje odluke o odobrenju prospekta prilikom upućivanja naredne javne ponude hartija od vrednosti (eng. *subsequent public offer*), nego što je slučaj kada je reč o upućivanju inicijalne javne ponude (eng. *initial public offer*, skraćeno: IPO), gde je predviđen rok od 20 dana od dana podnošenja zahteva.

<sup>26</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 4.

<sup>27</sup> Videti ZTHV, čl. 35.

<sup>28</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 5 st. 4.



manje od dva radna dana nakon konačnog određenja cene i količine hartija od vrednosti koje se nude javnosti.<sup>29</sup>

**Opoziv ponude** je dopušten ako u prospektu nisu određeni cena ili količina hartija od vrednosti koje se nude, ili oba navedena elementa ili ako nisu određeni barem kriterijumi i, ili uslovi za njihovo određivanje. Opoziv ponude je pravno zasnovan, jer cena kao bitan element ugovora (lat. *essentia negotii*) predstavlja odlučujući faktor za odluku o „kupovini“, te u slučaju nedostatka njenog čvrstog utvrđivanja ili barem kriterijuma za njeno utvrđivanje ulagaču mora biti data mogućnost da ponudu za sticanjem hartija od vrednosti opozove ukoliko ona nije u skladu sa konačno utvrđenom cenom<sup>30</sup> (npr. data je ponuda za sticanjem po nižoj ceni, a konačno utvrđena cena je viša od ponuđene u konkretnoj ponudi određenog ulagača). Ovde, se, međutim, nameće još jedno značajno pitanje - u kojoj meri kriterijumi i uslovi moraju biti konkretni?<sup>31</sup> U svakom slučaju, cena mora biti barem određiva. Stoga se obično unapred predviđa ili opseg (minimalna – maksimalna cena) ili samo maksimalna emisiona cena.<sup>32</sup> Na taj način javnost na prvi pogled može prepoznati sa kojom najvišom cenom može računati.<sup>33</sup>

U slučaju izostanka tih kriterijuma i, ili uslova za određivanje cene i količine hartija od vrednosti koje se nude javnosti, upisnik ima pravo opoziva svoje ponude, nakon objavljivanja konačne cene i količine hartija od vrednosti koje se nude. Mogućnost opoziva, videli smo, mora postojati u roku koji ne može biti kraći od 2 radna dana. U zakonodavstvima država članica može biti propisan i duži, ali svakako ne kraći rok od ovog predviđenog u Direktivi.

Konačna cena i količina hartija od vrednosti koje se nude javnosti beleže se od strane nadležne vlasti domaće države članice<sup>34</sup> i objavljuju u skladu sa odredbama sadržanim u članu 14 st. 2 Direktive EU o prospektu.

Uvođenjem odredbi o mogućnosti izostavljanja navedenih informacija omogućena je primena najrazličitijih metoda utvrđivanja cene efekata koji se izdaju, kao i podešavanje obima emisije u skladu sa interesovanjem koje vlada za predmetne hartije od vrednosti koje se izdaju javnom ponudom. Naš ZTHV ne sadrži takve odredbe, što naročito ograničava mogućnost izbora različitih metoda za utvrđivanje emisione cene efekata,

<sup>29</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, čl. 8 st. 1 tač (a), (b).

<sup>30</sup> S. Kalss, M. Oppitz, J. Zollner, *Kapitalmarktrecht – System*, Band I, Wien, 2005, str. 260.

<sup>31</sup> *Ibidem*.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

<sup>33</sup> W. Groß, *Kapitalmarktrecht*, str. 307.

<sup>34</sup> Domaća država članica je, po pravilu, država u kojoj je izdavalac registrovan. U pogledu ostalog videti detaljnije Direktivy EU o prospektu, član 2 st. 1 tač. (m).

kao i primenu različitih metoda raspodele i eventualne dodatne raspodele hartija od vrednosti.

Nadležni organ vlasti domaće države članice može odobriti izostavljanje još nekih informacija, koje inače čine obaveznu sadržinu prospekta, ukoliko bi objavljivanje tih informacija bilo u suprotnosti sa javnim interesom, ako bi objavljivanje tih informacija ozbiljno štetilo izdavaocu, pod uslovom da izostavljanje tih informacija ne bi dovelo u zabludu javnost u pogledu činjenica i okolnosti značajnih za procenu izdavaoca, ponudioca, garantora ili bilo kog prava koje proističe iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, ili ukoliko su te informacije minornog značaja za procenu finansijskog položaja izdavaoca, ponudioca ili garantora.<sup>35</sup> Ovakav razlog za izostavljanje pojedinih informacija ne postoji u našem pravu.

Konačno, treba istaći da je Evropska komisija izdala detaljnu Uredbu EC 809/2004, na više od 250 strana, u vezi sa vrstama obelodanjivanja informacija, koje je potrebno primeniti u cilju sprovođenja Direktive EU o prospektu, a s obzirom na različite zahteve u pogledu obelodanjivanja spram vrste hartija od vrednosti. Uredba, između ostalog, sadrži i smernice u pogledu redosleda iznošenja podataka sadržanih u prospektu.

Što se tiče **forme prospekta**, uzimajući u vidu tehnološka unapređenja i obezbeđivanje uniformne primene Direktive, Evropska komisija je propisala formu prospekta i njegovih dodataka. Dovoljno je istaći da je moguće i njegovo objavljivanje u elektronskoj formi, a ne samo u štampanom obliku, kao što je to slučaj u našem pravu.

### **Zaključna razmatranja**

Na osnovu prethodnih izlaganja postaje jasno da naše pravo u materiji regulisanja forme i sadržine prospekta nije u skladu sa pravom EU. Postoji nekoliko suštinskih slabosti našeg prava u ovom domenu.

Prvo, **naše pravo i dalje sadrži koncept dvojakog uređenja materije o „prodajnom“** (prospektu koji se objavljuje prilikom upućivanja javne ponude) i **„berzanskom“** prospektu (prospektu koji se objavljuje prilikom uključenja hartija od vrednosti na organizovano tržište). Detaljnu sadržinu i formu prospekta koji se objavljuje prilikom upućivanja javne ponude za izdavanje hartija od vrednosti podzakonskim aktima utvrđuje Komisija za hartije od vrednosti, dok formu i sadržinu prospekta koji se objavljuje prilikom uključenja hartija od vrednosti na organizovano tržište propisuje jedini organizator organizovanog tržišta efektima kod nas

---

<sup>35</sup> Videti Direktivu EU o prospektu, član 8 st. 2.

– Beogradska berza. Takvo rešenje, međutim, samo dodatno opterećuje emitenta koji izdaje hartije od vrednosti javnom ponudom. To znači da jednom odobren prospekt prilikom upućivanja javne ponude hartija od vrednosti ne može poslužiti i prilikom uključivanja tih hartija za trgovinu na organizovanom tržištu, već se novi prospekt (propekt za uključenje hartija od vrednosti na organizovano tržište) mora izraditi u skladu sa formom i sadržinom koju propisuje organizator tržišta. Koncept dvojakog uređenja materije o „prodajnom“ i „berzanskom“ prospektu je u Direktivi EU o prospektu napušten. Polazeći od toga da se u predlogu Zakona o izmenama i dopunama Zakona o tržištu hartija od vrednosti koji je usvojila Vlada Republike Srbije septembra 2008. godine, takođe napušta koncept dvojakog uređenja ove dve vrste prospekata, takvo rešenje u skladu sa gore iznetim podržavamo.

Drugo, **naše pravo ne poznaje sistem višedelnog prospekta** koji se u pravu EU sastoji iz više posebnih dokumenata (delova): registracionog dokumenta (eng. *registration document*), dokumenta koji se odnosi na hartije od vrednosti (eng. *securities note*) i rezimea (eng. *summary note*). Ovaj sistem znatno ubrzava postupak odobrenja novih emisija jer u jednom odobreni registracioni dokument treba uneti samo novine, tako da se ispitivanje prospekta pri novoj emisiji ograničava samo na dokument koji se odnosi na hartije od vrednosti (eng. *securities note*). Stoga se zalažemo za uvođenje ovakvog sistema višedelnog prospekta i u naše pravo, umesto postojećeg u kome se razlikuju uvodni deo prospekta i osnovni prospekt. Oni za sada sadrže iste podatke, pri čemu su podaci detaljnije izneti u tzv. osnovnom delu prospekta.<sup>36</sup>

Treća zamerka se odnosi na obaveznu sadržinu prospekta i **nemoćnost izostavljanja određenih informacija u prospektu**. U našem pravu ne postoji mogućnost izostavljanja informacija koje se odnose na vrednost efekata i obim emisije. Stoga kod nas još uvek nije moguća primena tzv. otvorenih postupaka za utvrđivanje emisione cene hartija od vrednosti (postupak aukcije i stvaranja knjige – eng. *bookbuilding*), kao i primena tzv. mera iz okvira pomoćne stabilizacije kursa hartija od vrednosti (npr. *Green shoe* opcije). U skladu sa tim ne postoje ni gore opisana pravila o mogućnosti opoziva ponude nakon konačnog utvrđivanja cene efekata i obima emisije. Pored toga, za uvođenje normi o mogućem izostavljanju pomenutih informacija zalažemo se, jer će time biti omogućeno korišćenje svih savremenih standarda vezanih za vršenje inicijalne javne ponude.

---

<sup>36</sup> Videti ZTHV, čl. 26 st. 2 i Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, čl. 13.

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

## **Form and Content of a Prospectus**

### ***Abstract***

In the widest sense, a prospectus is a document containing information important for assessment of capital investment or it is at least meant to create an impression of such content. In the narrow sense, i.e. in the sense given to it by the Capital market law, only documents denoted as such by the Capital market law are considered to represent prospectus. This paper analyses provisions dealing with the form and content of a prospectus in domestic and EU law. Although one could assume that the determination of the form and content of a prospectus is exclusively a problem of technical character, the issue of the way in which the form and especially the content of a prospectus is regulated is very sensitive one. It is difficult for legislator which regulates the mandatory content of prospectus to find the balance between the interest of the investor in gaining the information on the issuer and securities (one must bear in mind that the prospectus does not have to be the only source of information) and the interest of the issuer to safeguard his business secrets and his competitive power.

Key words: prospectus, form and content of a prospectus, securities, public offer, emitent.