

*Др Небојша Јовановић,
доцент Правног факултета, Београд*

Обавезност јавне понуде за продају вредносних папира у међународном, упоредном и домаћем праву

УВОД – У трговини вредносним папирима крију се велике могућности за злоупотребе и преваре. Оне су могуће како у емисији вредносних папира, тако и у њиховој препродаји, али су нарочито опасне у масовним (серијским) емисијама. Њима се углавном оштећују улагачи (купци) уштеђеног (слободног) капитала, који услед тога губе поверење у финансијски и правни систем земље.¹⁾ То доводи до пада инвестирања, што кочи привредни развој. У најгорем случају може да дође до слома целог финансијског система, што обично означава почетак привредне кризе у земљи у којој се десе. Да би се улагачи што боље заштитили, схватило се да се емисијама и јавним препродајама емитованих вредносних папира мора да обезбеди што шири јавност, да улагачи о њима мора да буду што потпуније и тачније обавештени и да се њихово обавештавање мора строго да контролише, уз овлашћење надзорног органа да емисију или препродају забрани, ако посумња у тачност и потпуност података.²⁾ Мера обезбеђивања јавности је *јавна понуда* у емисији. Обавештавање улагача се постиже посебном исправом, која се зове *проспект*, а забрана (*доцртавање*) емисије је главна мера спречавања преваре неупућених и лаковерних улагача. Јавном понудом и проспектом се пре свега штите улагачи и

1. Због безначајности досадашњих емисија и скромног обима трговине вредносним папирима још нисмо имали већих потреса. Ипак, њихови зачеци су нам се већ десили у банкарству, у вези са улагањем на штедњу код приватних банака “Југоскандик” и “Дафимент” 1992/93. године. То би требало да нам буде довољна опомена да озбиљно размотримо мане постојећег законодавства у питању трговине вредносним папирима, где су могућности за преваре веће него у банкарству.

њихови интереси, а тиме, посредно, и друштвени интереси. Обрнуто, забраном и допуштањем емисије се, пре свега, штите интереси друштва и државе (стабилност и сигурност трговине хартијама, инвестирање и привредни развој), а тиме, посредно, и интереси улагача.

РАЗГРАНИЧЕЊЕ ПОЈМОВА – Често се мешају појмови емисије, јавне понуде и проспекта,³⁾ те је потребно да се разграниче. Емисија (енг. *issue of securities*) је укупност радњи које одређено лице (емитент, дужник) предузима, када први пут продаје вредносне папире другим лицима (купцима, имаоцима, повериоцима), чиме прикупља средства за сопствене потребе, обавезујући се сваком њиховом имаоцу да испуни означену чинидбу (новчану исплату, учешће у управљању и сл.). Емисија је израз који се употребљава првенствено за продају вредносних папира у *већем броју* (серијски, масовно), иако правно-теоријски значи исто што и издавање појединачаног вредносног папира (нпр. одређене менице).⁴⁾ Са становишта трговине вредносним папирима, емисија се посматра као делатност њихове “производње”, аналогно делатности производње робе намењене робном тржишту. С обзиром на доступност јавности, разликују се јавне и нејавне емисије. Јавна емисија постоји кад свако лице има право и могућност, под објављеним условима, да купи на продају понуђене хартије од вредности, било непосредно од емитента, било од лица које у његово име организује емисију (нпр. преузималац емисије или специјализована препродајна компанија). Свака друга емисија је нејавна. Средство претварања емисије из нејавне у јавну је јавна понуда.

2. У САД, која је прво завела строг систем надзора емисије Законом из 1933. г., и Јапану, од 1992. тај орган се зове “Securities and Exchange Commission” (скр. SEC) – Комисија за ефекте и берзе (в. Steinberg Marc, *Understanding Securities Law*, Mathew & Bender, 1996, с. 6, Wood Philip, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, 1995, с. 275); у Уједињеном Краљевству “Financial Services Authority” – Власт за финансијске услуге (донедавно “Securities and Investment Board”, в. Tricia Howse, “Fraud in the Financial Markets – The New Bill”, *European Financial Services Law*, June 1999, с. 216); у Француској “Commission des opérations de bourse” – Комисија за берзанске послове (в. Juglart Michel et Benjamin Ippolito, *Traite de droit commercial – tome 7: Banques et bourses*, par Martin Lucien, 3 ed., Montchrestien, 1991, с. 691), у Мађарској “Hungarian Banking and Capital Market Supervision” – Мађарски надзор за тржиште банака и капитала (в. чл. 3, ст. 3, т. 6. Закон о увођењу вредносних папира на тржиште и инвестиционим услугама из 1996); у Бугарској “Комисија за хартије од вредности и ефектне берзе” (чл. 5. Закона о вредносним папирима, ефектним берзама и инвестиционим компанијама из 1996); у Словенији “Агенција за трг вредносних папирјев” (чл. 289. Закона о тргу вредносних папирјев из 1999. – Урадни лист 56/99); у Аустралији “Australian Securities Commission” – Аустралијска комисија за хартије од вредности (Wood P, *op. cit.*, с. 274). а код нас Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште (в. Уредба о савезној комисији ..., Сл. лист. СРЈ, 36/95). Слабост нашег надзорног система је што је Комисија установљена уредбом Савезне владе, због чега је зависна од њене воље, а то значи од воље државе. Влада може да јој измени чланове, па и да је укине (новом уредбом), кад год хоће, јер њен положај и структура нису уређени законом, нити уставом. Такву могућност влада не би имала да је Комисија успостављена и уређена законом, да Скупштина бира њене чланове и да јој је законом обезбеђена независност у пословању и финансирању.

Јавна понуда (енг. *public offer*, фр. *offre publique*) је емитентова понуда, учињена јавно, унапред неодређеним лицима, да купе описане вредносне папире, под означеним условима.⁵⁾ Она је пре свега *понууда*, јер на основу ње емитент закључује уговор са сваким понуђеним, који је прихвати под објављеним условима. То је пра-

3. То се односи и на наше законодавство. У Закону о предузећима (даље у фус нотама: ЗОП, Сл. лист СРЈ, 29/96) изједначава се “јавни позив за упис и уплату акција” (у ствари, јавна понуда) и проспекат (чл. 203). У Закону о хартијама од вредности (даље у фус нотама: ЗОХОВ, Сл. лист СРЈ, 26/95, 28/96) учињена је иста грешка (чл. 19), с тим што је и јавна понуда погрешно названа “јавним позивом за упис и *куповину* акција”. Јасно да уместо јавне понуде за продају акција, емитент може да истакне јавни *позив* да му се учини понуда за куповину акција. Ако је то тако, онда се не види зашто се наш јавни позив у ЗОХОВ-у назива позивом и за упис и за куповину акција, кад су упис и куповина једна те иста радња (правни посао). Изгледа да су се писци тог закона збунили, кад су тумачили стране законе, који уређују јавни промет вредносних папира. У тим законима се свако изношење вредносних папира у јавност ради продаје (тј. јавни промет), без обзира да ли се тек емитују или су већ нејавно емитовани, па имаоци (купци у емисији) желе да их јавно препродају, мора да се учини на основу посебно уређене *јавне понуде* (вид. нпр. Закон о тргу вредносних папирјев Словеније, чл. 7; даље у фус нотама: ЗСЛО). Таква понуда се у тим законима назива јавном понудом (или позивом) *за продају* (или упис) *или* (не као у ЗОХОВ-у “и”) *за куповину* вредносних папира, јер се правила о њој односе и на продају у емисији и на препродају. ЗОХОВ је уредио само јавну емисију (значи, прву продају) хартија од вредности, а не јавну препродају нејавно емитованих хартија. То је значајан пропуст и празнина у нашем правном систему, која ствара бројне могућности за злоупотребе и преваре. Кад ЗОХОВ већ није уредио јавну препродају вредносних папира, довољно је да јавну понуду у емисији зове “јавни позив за упис”, јер тај израз потпуно обухвата јавно нуђење хартија у емисији. Постојећи назив само збуњује познаваоце ове материје, наводећи их на помисао, и тиме на заблуду, да су код нас уређене и јавне преродаје нејавно емитованих хартија.
4. Било би добро кад би се у нашем законодавству емисија појединачних вредносних папира, због језичког разликовања од масовне емисије, за коју важе битно друкчија (сложенија) правила, јасно назвала “издавање” (ауторово мишљење). Чини се да је такво разликовање код нас већ учињено, иако није изричито наглашено, јер Закон о облигационим односима (даље у фус нотама: ЗОО), као општи, користи израз “издавање хартија од вредности” (чл. 238), док ЗОХОВ, који уређује издавање хартија у серији, користи израз “емисија” (нпр. чл. 1, 17. и др.).
5. У теорији и законодавствима се често греша, кад се одређује да јавна понуда мора да буде упућена неодређеном и неограниченом броју лица. То је општа понуда (ЗОО, чл. 33). За одређивање јавне понуде, као врсте опште понуде, није битан број понуђених лица, већ одређеност понуђених у самој понуди и њена доступност јавности. Не може да се каже да је јавна понуда упућена неограниченом и неодређеном броју лица, кад је њихов максималан број у понуди унапред одређен и ограничен бројем вредносних папира који се нуде на продају (нпр. ЗОХОВ, чл. 18). Изузетак су јавне понуде у сталним (непрекидним) емисијама (*issue on tap*), у којим тај број није ограничен, јер се емисија обавља стално, док је емитент не обустави. Њих организују финансијске куће (најчешће банке) или држава, ради непресталног притицања новца у њихов кредитни фонд одн. буџет (вид. Pennington Robert, *The Law of the Investment Market*, Oxford, 1990, с. 286). За остале јавне понуде битно је да у њима понуђена лица нису унапред одређена и да нису ограничене на одређени круг лица (нпр. само на чланове или запослене у одређеној групацији компанија), тако да свако лице, способно за уговарање, има право да их прихвати под објављеним условима (Wood P., *op. cit.*, с. 275).

вило у већини права у области трговине хартијама од вредности.⁶⁾ Ипак, емитентима се допушта, пошто невољно прихватају чврсту обавезу закључења уговора по основу јавне понуде са сваким прихватиоцем, да у самој јавној понуди ставе клаузулу да се ради само о *џозиву* да им се учини понуда. Тада имају право да одбију понуду, коју им позвани учини, нарочито у случају да им приспеле понуде премаше номинални износ укупне емисије.⁷⁾ Наше законодавство јавну понуду одређује искључиво као јавни позив да се емитенту учини понуда.⁸⁾ Да би понуда била јавна, нужно је да буде објављена. Како би се спречиле шпекулативне емисије, објављивањем се сматра свака радња којом се омогућава да се са понудом упозна већи број унапред неодређених лица.⁹⁾ Отуда се објављивањем сматра не само истицање огласа у новинама или преко других средстава јавног обавештавања, него и слање проспеката на кућне адресе, телефонско нуђење, дељење летака на улици (агитовање), истицање огласа на јавним местима (нпр. на огласним стубовима, таблама, или на дрвету), “торбарење” (колпортажа), у виду нуђења и продаје на кућном прагу преко трговачких путника, и слично.¹⁰⁾ За емитента јавна понуда има економски значај, јер му омогућава да прикупи свеж капитал од већег броја

6. Нпр. US Securities Act 1933 (даље у фус нотама: SA), sec. 2 (3); UK Financial Services Act 1986 (даље у фус нотама: FSA), sec. 57, Schedule 11A; Закон вредносним папирима, ефективним берзама и инвестиционим друштвима Бугарске (даље у фус нотама: ЗБУГ), чл. 4; Закон о увођењу вредносних папира на тржиште и инвестиционим услугама Мађарске (даље у фус нотама: ЗМАЂ), чл. 3. ст. 37; ЗСЛО, чл. 7.
7. Gower, Prentice, Pettet, Gower's Principles of Modern Company Law, London, 1992, c. 314.
8. ЗОП, чл. 203; ЗОХОВ, чл. 19; Закон о својинској трансформацији Србије (Сл. лист СРЈ, 32/97), чл. 17. Чини се да је у ЗОП-у (код повећања капитала акционарских друштава са јавним уписом) и ЗОХОВ-у требало да се емитенту омогући да истиче и јавну понуду, уместо позива, кад му то одговара.
9. Шпекулативне емисије су јавне емисије којим се, искоришћавањем празнина у законодавству, избегава обавезно истицање јавне понуде и контрола надлежног државног органа. Обављају се обично на један од два начина, или у њиховој комбинацији. Прво, не објављују се на прописани начин, иако им се даје јавност довољна да се понуђене хартије распродају. Тако, уместо објављивања понуде у штампи, она се оглашава на телевизији, дељењем летака, телефонирањем, нуђењем на кућном прагу и другим сличним начинима, уз тврдњу, у евентуалном спору, да се није радило о јавној понуди, те да није било потребно ни да је надзорне власти одобре или евидентирају. Други начин се састоји у томе што емитент све емитоване хартије нејавно прода једном или неколицини великих купаца (обично велике банке, инвестициона друштва или берзанске препродајне куће), који их касније јавно препродају, уз тврдњу да се не ради о емисији, већ о препродаји, за коју не мора да се прибави дозвола надзорних власти. Да би се спречио овај начин шпекулативних емисија, законодавства обавезују и препродавце, који покушавају да препродају хартије после краћег рока (обично пар месеци) по њиховој набавци од емитента, да прописно истакну јавну понуду и прибаве дозволу надзорних власти на финансијском тржишту, јер такву препродају изједначавају са емисијом, а препродавце са емитентом (нпр. SA, sec. 4). Наше законодавство нема правило забрани или спречавању шпекулативних емисија, услед чега постоји велика могућност, изигравања и постојећих заштитних норми о емисији.
10. Нпр. FSA, sec. 56 – 58.

лица, која му иначе, из необавештености, не би купила хартије. Њен правни значај се испољава у заштити интереса постојећих ималаца његових вредносних папира, јер им се на овај начин свима омогућа, под једнаким условима, да сазнају за нову емисију и да купе нове хартије. Тиме се избегавају разне злоупотребе, које су, због необавештености могућне у нејавним емисијама (нпр. промена односа гласачке снаге у емитенту).

Проспект (*prospectus*) је *писана исправа*, са што потпунијим подацима о одређеној јавној емисији, које улагачи могу разумно да очекују, с обзиром на особену природу емитента и хартија од вредности понуђених на продају, ради што тачније оцене правног и финансијског положаја емитента, његових пословних могућности, као и права која пристичу из понуђених хартија.¹¹⁾ За разлику од јавне понуде, која је изјава воље, проспект је њен писмени изражај. Тачније, то је писмени израз не само јавне понуде, већ и целокупне емисије. Он мора да садржи податке о целој емисији и свим њеним организаторима (емитенту и његовим помагачима, нпр. преузимаоцима емисије, ревизору, инвестиционом саветнику и др.), а не само о понуди, на основу које се емисија обавља. Проспект може да буде обавезан не само у јавној, већ и у нејавној емисији, с тим што се у нејавној емисији не објављује, већ се само доставља надзорном органу, ради евиденције и контроле.¹²⁾ Он има правни значај како за улагаче капитала, тако и за надзорне власти. Њиме се улагачима пружа што потпуније и тачније обавештење о чињеницама у вези са емитентом, емисијом и вредносним папирима, који им се нуде на продају. Тиме треба да им се омогући да се брзо, лако и добро “упознају” пре свега са емитентом, као да су већ дуже времена упућени у његово стање и пословање, како би што тачније проценили исплативост и ризичност куповине вредносних папира, које им нуди на продају. Надзорним властима проспект треба пре свега да послужи за оцену законитости (допуштености) емисије, као и за њено евидентирање.

СИСТЕМИ УРЕЂИВАЊА – Јавност емисије, проспект и њихова допуштеност, као средства заштите улагача, различито су уређени у упоредном праву. Најгрубље, могло би да се разликују три система њиховог уређивања, према обавезности истицања јавне понуде.

Први систем је систем *слободе избора* између јавних и нејавних емисија. У њега спадају законодавства која емитенту дају слободу избора између јавне и нејавне емисије, што значи да истицање јавне понуде у емисији није обавезно. Ако се еми-

11. Слично: Директива Европске заједнице (бр. 298/89) о изједначавању услова за израду, проверу и раздељивање проспекта који се објављује, када се преносиве хартије од вредности нуде у јавности (О.Ј. L124, даље. Директива о проспекту), чл. 11; SA, sec. 2 (10); FSA, 154, 160, 161; ЗМАТ, чл. 25, ЗБУГ, чл. 63, 65, 66; ЗСЈО, чл. 22.
12. Такав је случај у Аустралији, а слично је и у САД. Вид. Wood P., *op. cit.*, с. 274. Steinberg M., *op. cit.*, с. 45-55. Изгледа да су сличну намеру имали и писци ЗОХОВ-а (чл. 76 – 77), кад су предвидели обавезу евидентирања код Комисије података о емисијама хартија за које није потребна њена дозвола (нпр. у емисији краткорочних хартија, у статусним променама привредних друштава и др.). Како то у Закону није јасно уређено, Савезна влада или Комисија би требало то, подзаконским актима, да јасно уреди.

тент одлучи за јавну емисију (истицање јавне понуде), онда се захтева да прибави дозволу надлежног контролног органа, уз састављање проспекта. Дозвола му се не тражи само у изричито предвиђеним ретким случајевима (нпр. у емисијама државних папира). Контролни орган је обично државни орган, са дискреционим овлашћењима при давању дозволе за емисију, без чврсте независности и непристрасности у односу на државу. Овај систем је примењен у земљама са неразвијеним тржиштем вредносних папира, у којим не постоји свест о предностима прикупљања капитала путем емисије. У тим земљама систем уређивања емисије није подешен да подстиче прикупљање слободног капитала од становништва, ради улагања у привредне подухвате, и тиме да подстиче развој националне привреде, што је главни циљ законодавстава у земљама са развијеним тржиштем вредносних папира. Напротив, неразвијеним законодавствима циљ је спутавање емисија, бројним нејасним правилима и самовољом државе, као да постоји страх од опасности да се појединци (емитенти) обогате. Овај је систем постојао у бившим источноевропским државама, које су га данас напустиле, а још увек постоји у низу неразвијених држава “трећег света”. На жалост, овом систему, припада и наше законодавство у делу о емисији облигационих хартија од вредности, мада ни уређивање емисије акција, због бројних нејасности, није много развијеније.

Код нас Закон о хартијама од вредности не предвиђа изричито обавезу истицања јавне понуде у емисији. Ипак, систематским тумачењем његових одредби, закључује се да она постоји у емисији акција, а да не постоји у емисији облигационих вредносних папира. Такав систематски закључак се заснива на четири разлога. Прво, одредба Закона о садржини емитентове одлуке о емисији акција изричито предвиђа да та одлука мора да садржи “начин објављивања јавног позива за упис и куповину акција (проспект)”¹³ што значи да емисија, начелно, мора да се обави јавно. Друго, Закон то не предвиђа као обавезан елемент одлуке о емисији облигационих хартија (обвезнице, записи и сертификати о депозиту), што значи да се емитенту даје право да их и нејавно емитује, по свом избору (чл. 39, 46, 51). Треће, садржина јавног позива уређена је само у емисији акција, а не и у емисији облигационих хартија (чл. 19). Најзад, четврто, Закон детаљније, иако је то за развијена законодавства врло нејасно и површно, уређује само емисију акција. При томе, предвиђа се аналогна примена његових одредби о емисији акција на емисију облигационих хартија, али само у питању успешности емисије и емитентовог одустајка од ње (чл. 28 – 31). Аналогна примена није предвиђена у другим питањима емисије облигационих хартија (нпр. обавези истицања јавног позива), тако да не постоји ни обавеза њихове емисије на основу јавне понуде. Нејасно уређена обавеза истицања јавне понуде у емисији акција, ипак је само начелна, јер не постоји у Законом прописаним случајевима, у којим може да се обави без дозволе Комисије за хартије од вредности (чл. 77). Тиме смо се, бар у емисији акција, “нејасно” сврстали у други

13. ЗОХОВ, чл. 18, 19. Већ је објашњено да ЗОХОВ и ЗОП поистовећују јавни позив и проспект, што је погрешно.

систем уређивања емисија. У свему осталом наш систем уређивања има особине система неразвијених законодавстава о вредносним папирима.

Закон о предузећима је, за разлику од Закона о хартијама од вредности, изричито и јасно утврдио обавезу истицања јавног позива на упис акција при оснивању акционарских друштава са јавним уписом (чл. 203), при чему је такву оснивачку емисију детаљно уредио. Ипак, ни тај закон није јасан да ли акционарска друштва са јавним уписом мора накнадне емисије својих акција, ради повећања капитала, да обављају на основу јавне понуде. У уређивању тих емисија Закон о предузећима садржи две упућујуће норме. Једном упућује на примену одредаба “савезног закона којим се уређују хартије од вредности” на питање одобравања јавног позива у накнадној емисији, ако се емисија обавља на основу јавног позива, не одређујући да ли је такав позив обавезан (чл. 281, ст. 4). Другом одредбом упућује на сходну примену његових правила о јавном позиву у *оснивачкој* емисији на јавни позив, упис и уплату акција у накнадним емисијама, ради повећања капитала (чл. 283). Закон о предузећима, сасвим оправдано, не уређује емисију облигационих хартија, јер је то предмет уређивања Закона о хартијама од вредности, који је тај “задатак” лоше обавио.

Други систем уређивања емисије у упоредном праву је *систеом обавезности јавне емисије*, уз предвиђене изузетке. Он се састоји у томе што су емитенти дужни да сваку емисију обаве јавно, уз истицање детаљно уређене јавне понуде, праћене одговарајућим проспектом. Како јавна емисија може да буде прилично скупа, и тиме неисплатива за средње и мале емитенте, законодавства овог система предвиђају већи број случајева, у којим емисија може да се обави нејавно, уз знатно ниже трошкове. То су случајеви у којим су улагачи довољно упознати са чињеницама о емитенту, његовој емисији и понућеним хартијама, тако да им није потребна заштита у виду јавне понуде, њеног одобравања и проспекта, јер и без тога могу да донесу исправну одлуку о куповини хартија. Тиме се битно појефтиније сакупљање слободног капитала, а да се не угрожава правна сигурност улагача.¹⁴⁾ Иста правила о обавези истицања јавне понуде, уз објављивање проспекта, и изузецима од ње важе и када ималац нејавно емитованих хартија (нпр. преузималац емисије, пре-продавац, велики акционар) жели да их препрода, да би се спречило изигравање прописа о обавези јавне емисије.¹⁵⁾ Овај систем је данас примењен у правима већине држава са развијеним тржиштем вредносних папира (САД, државе ЕУ, Пољска, Мађарска и др.).¹⁶⁾ Прве су га осмислиле и увеле САД, Законом о вредносним папирима из 1933. г., донетим у оквиру политике “Новог договора” председника

14. Огромна већина емисија у САД се обавља применом неког од изузетака од обавезе јавне понуде. Вид. Steinberg M., *op. cit.*, с. 40 – 43. То се нарочито односи на нејавне емисије тзв. “затворених корпорација” (*close corporations*) у САД, чији се вредносни папири не налазе у јавном промету. То су, у ствари, код нас акционарска друштва без јавног уписа акција и друштва с ограниченом одговорношћу. Вид. Anderson, Fox, Twomey, *Business Law*, Cincinnati, 1987, с. 811.

15. Pennington R., *op. cit.*, с. 369.

Франклина Рузвелта, после велике економске кризе из 1929. године.¹⁷⁾ Одатле се проширио прво на Јапан, а касније и на државе Европске уније.

Трећи систем је систем начелне приватне емисије, уз набрајање случајева обавезне јавне емисије. По законодавној техници овај систем је обрнут од претходног, али су му практична правна дејства иста. Јавна понуда за продају вредносних папира мора да се истакне у истим случајевима, као у претходном систему, с тим што се ти случајеви у овом систему изричито набрајају, јер се иначе претпоставља да је допуштена нејавна емисија. Систем набрајања случајева обавезне јавне емисије полази од стварног стања на “примарном тржишту вредносних папира”, где се већина емисија, како по броју, тако и по номиналној вредности, обавља нејавно. Само одређени емитенти, обично велики, као што су акционарска друштва са јавним уписом или држава, морају у одређеним случајевима, не свим, да истакну јавну понуду за продају вредносних папира. Због тога је законописачки лакше да се ти мање бројни случајеви наброје, уместо да се набрајају многобројни изузеци од обавезе истицања јавне понуде, као у претходном систему. Овај систем данас примењује мали број углавном компанијских законодавстава, а не законодавстава о хартијама од вредности. Типичан пример је Уједињено Краљевство, чији Закон о компанијама (1985, 1989) успоставља претпоставку да су акционарска друштва “приватна” (*private companies*), што значи без јавног уписа акција, осим ако су регистрована и

16. SA, sec. 5; Директива о проспекту, чл. 1. и 11, на основу које су све чланице Европске уније обавезне да уведу у своја национална права исти правни систем уређивања емисије. Директива је једини међународни извор права за емисије. Иако је обавезујућа само за подручје ЕУ, њен значај и примена су знатно шири, јер се са њом усклађују и права многих околних држава, које настоје да постану чланови ЕУ (нпр. Пољска, Чешка, Мађарска, Бугарска, Хрватска, Словенија); FSA, sec. 156A, 156B. Занимљиво је да се у праву Уједињеног Краљевства разликује емисија, код које се истовремено тражи пријем у котацију одређене берзе (берзанска емисија) од емисије, код које се то не тражи. У берзанској емисији, која је правило, објављује се тзв. “listing particulars” (берзански проспект), кога претходно мора да дозволи управни одбор Лондонске ефектне берзе, без обзира да ли се емисија обавља преко те или друге берзе. Тај орган је надлежан за проверу и дозволу сваке јавне понуде за продају вредносних папира у котацији било у Лондонској или другој берзи у тој земљи. Ако се хартије од вредности први пут јавно нуде на продају у тој земљи ван котације неке берзе, онда проспект проверава и истицање јавне понуде допушта Власт за финансијске услуге. То је приватна установа, са законом повереним јавним овлашћењима, коју образују берзански, финансијски и пословни кругови из Лондона (в. Gower и др., *op. cit.*, с. 322, 333 – 336); француски закон од 2. јула 1998, чл. 30; ЗМАЂ, чл. 23, 24. Мађарско право је у спровођењу начела обавезности јавне понуде толико доследно (слично америчком), да законом обавезује и државу да је истиче, кад емитује своје хартије (чл. 23). Тиме је државу изједначила са осталим емитентима, за разлику од осталих права, у којим је држава обично повлашћен емитент; ЗБУГ, чл. 4, 63; ЗСЛО, чл. 17.
17. По том Закону сваки емитент је дужан да “региструје” емисију, пре него што отпочне продају вредносних папира у њој. Емисија се региструје код Комисије за ефекте и берзе, подношењем изјаве о регистрацији (*registration statement*). Протеком рока од 20 дана (време чекања, *waiting period*), емисија се сматра допуштеном, без икакве формалне одлуке Комисије, тако да емитент може да отпочне продају вредносних папира. Вид. SA, sec. 5 – 10; Anderson, Fox, Twomey, *op. cit.*, с. 847; Steinberg M., *op. cit.*, с. 89 – 118.

у фирми изричито означена као “јавна” (*public companies*). Само акционарска друштва са јавним уписом акција су овлашћена и обавезна да истичу јавну понуду за продају својих акција, било ради свог оснивања или ради повећања капитала.¹⁸⁾ Чини се да је ову технику применио и наш Закон о предузећима, иако не баш јасно. Тај закон допушта да само акционарска друштва са јавним уписом акција истакну јавну понуду за њихову продају, било у оснивачкој емисији, што је обавезно, или у накнадној емисији, где обавезност истицања јавне понуде није јасно предвиђена. Остала правна (не и физичка) лица, по Закону о хартијама од вредности (чл. 3), имају право да емитују, јавно или нејавно, само облигационе хартије, ако им Комисија то допусти (чл. 71).

ИЗУЗЕЦИ ОД ЈАВНЕ ЕМИСИЈЕ – Законодавства која утврђују обавезу истицања јавне понуде за емисију вредносних папира, предвиђају бројне изузетке, у којим допуштају да се она нејавно обави. То практично значи да емитент не мора да објављује проспект, као скупу исправу, а у неким случајевима ни да га саставља. Тиме се избегавају велики трошкови његовог састављања, провере од надзорне власти и објављивања, што појефтиније сакупљање капитала. Допуштањем изузетака од обавезе јавне емисије и јавне препродаје попушта се начелу економичности (јефтиноће) прикуљана капитала, на уштрб начела правне сигурности улагача. Правна сигурност улагача, ипак, није битно умањена, јер се у тим изузецима ради о случајевима у којим су улагачи заштићени на други начин (нпр. сопственом стручношћу, умешношћу и богатством, личном обавештеношћу о емитентовим приликама, заштитом судских или других државних органа). Наш Закон о хартијама од вредности не познаје изузетке од обавезе истицања јавне понуде, већ само изузетке од обавезе прибављања дозволе за емисију од Комисије (ЗОХОВ, чл. 76, 77). Неки од њих су, по својој природи, првенствено изузеци од обавезе јавне емисије (нпр. у случају симултаног оснивања акционарског друштва), док су други бесмислено предвиђени (нпр. емисија краткорочних хартија). Иначе, изузеци од обавезе истицања јавне понуде у емисији, у упоредном праву, могу да се поделе на осам група, зависно од разлога њиховог предвиђања у закону.¹⁹⁾

У прву групу спадају изузеци, који су уведени због строго нејавног начина емисије и/или малог броја унапред одређених понуђених лица. Ту спадају две врсте емисија: приватне и појединачне. Углавном се користе при оснивању (тзв. симултано оснивање) или повећању капитала акционарских друштава без јавног уписа акција, али могу да их користе, под прописаним условима, и други емитенти, као што су друштва с ограниченом одговорношћу у емисији облигационих хартија, друге врсте привредних друштава, па и јавноправни субјекти (нпр. држава). У овим емисијама се претпоставља да су понуђена лица и купци хартија, на основу својих

18. UK Companies Act 1989, sec. 1(3); Morse Geoffrey, Company Law, London, 1995, c. 42; Gower и др., *op. cit.*, c. 12, 13.

19. Сви изузеци нису предвиђени у сваком законодавству, па ни у оном најразвијенијем, већ само њихов већи број, јер их законодавства прихватају и уређују зависно од потреба и околности које владају у свакој земљи.

личних веза са емитентом, већ упознати са њим и са исплативошћу куповине, која им се нуди. Ако се повреде правила о овим врстама емисија (нпр. јавним оглашавањем), цела емисија може да се поништи, јер је морала да се обави јавно.²⁰⁾ У нашем праву се овај изузетак свео само на симултано оснивање акционарског друштва (тј. друштва без јавног уписа акција), а вероватно се односи и на повећање њиховог капитала.²¹⁾

Приватне емисије су емисије у којим емитент продаје вредносне папире без употребе икаквог средства њиховог оглашавања.²²⁾ Укупна номинална вредност хартија обично није законом ограничена, јер би се онда радило о тзв. малим емисијама. Ипак, да се не би овим начином емитовања изигравала обавеза јавне емисије, законодавства често предвиђају највећи број лица којем емитент сме да понуди вредносне папире на продају. Тај број је обично 50 (Уједињено Краљевство, Хон-Конг, Јапан, Индонезија),²³⁾ мада га неке земље повећавају (нпр. Луксембург на 70, Француска,²⁴⁾ Бразил и Финска на 100), а друге смањују (нпр. Швајцарска на 10, Мађарска на 35).²⁵⁾ У САД су ограничења приватних емисија још строжа. У њима број понуђених лица није правно значајан, већ број купаца и њихово искуство у пословању ефектима. Тако, број неискусних купаца у приватним емисијама (*nonaccredited purshasers*) не сме да буде већи од 35, док је број искусних купаца неограничен. Уз то, сваког неискусног купца емитент мора да упозна (подучи) са оним подацима који су прописани за проспект, пре него што са њим закључи уговор о продаји.²⁶⁾

Појединачне емисије су емисије у којим емитент продаје вредносне папире унапред тачно одређеним лицима. Сматра се да се не ради о серијској (масовној) емисији, тако да нису опасне за улагаче, као посебну врсту "потрошача" на тржишту. Због тога се на њу не примењује посебно законодавство о хартијама од вредности, већ опште компанијско и облигационо право о издавању појединачних харти-

20. Таква строгост санкционисања постоји у САД. Вид. Steinberg M., *op. cit.*, с. 46.

21. ЗОХОВ, чл. 77, ст. 1, тач. 1; ЗОП, чл. 281.

22. Steinberg M., *op. cit.*, с. 45 - 51; Wood P., *op. cit.*, с. 283 - 287.

23. Нпр. FSA, Schedule 11A, sec. 3(b). У пракси у Британији законски максимум понуђених лица се смањује са 50 на 40, па и 30, уз услов да их купују у намери да их држе у свом портфељу, а не ради препродаје. Вид. Wood P., *op. cit.*, с. 284. Педесет је уједно највећи број акционара, који је у упоредном праву најчешће допуштен, за друштво чије акције нису у јавном промету (ЗОП, чл. 197, ст. 2). У Словенији су приватне емисије допуштене у случају симултаног оснивања акционарског друштва (као код нас) и у случају кад је понуђено највише 50 унапред одређених лица, која су се емитенту обавезала да откупе "целу емисију" (ЗСЛО, чл. 18, ст. 1. т. 1, 2).

24. По бившем закону из 1966. г., сматрало се да се прекорачује граница "приватности" емисије, ако би се хартије понудиле на продају већем броју од чак 300 лица. Данас се у Француској, међутим, као додатан услов за допуштеноост ових емисија тражи да купци буду пословно, лично или породично повезани са емитентом. Вид. Merle Philippe, *Droit Commercial – Societes commercial*, Paris, 1998, с. 257, 258.

25. Wood P., *op. cit.*, с. 284; ЗМАБ, чл. 3. ст. 2. т. 52.

26. Regulation D, Rule 506, SEC.

ја. Ни појединачним емисијама није допуштено било какво оглашавање у јавности, тако да су оне врста приватних емисија. Ограничења која важе за приватне емисије уопште важе и за појединачне емисије, уз додатно ограничење, да се вредносни папири смеју да нуде и продају само унапред одређеном лицу или лицима. Користе се у емисијама ради повећања капитала друштва без јавног уписа искључиво постојећим акционарима или ради пријема у друштво новог акционара, ради продаје хартија повериоцима друштва, пословним пријатељима или новопостављеним члановима управе (нпр. емисија гаранцијских акција). Да се изузетак не би злоупотребио, обично се предвиђа највећи број лица којим на овај начин сме да се продају хартије у току једне пословне године (најчешће 50).

Друга група изузетака уведена је због обима емисије. У њу спадају мале емисије и емисије блокова хартија. *Мале емисије* (*limited offering exemptions*) су емисије, где је укупна номинална (или продајна) вредност (цена) продатих хартија мала, тако да би за емитента било прескупо (неисплативо) да организује јавну емисију за њихову продају. По Директиви ЕУ о проспекту из 1989, укупна продајна цена (*selling price*) свих хартија у овим емисијама не сме да буде већа од 40.000 екија (око 75.000 DEM).²⁷⁾ У САД мале емисије, по Закону, не смеју да нуде хартије по укупно већој цени од чак 5.000.000\$, с тим што право на њихову куповину имају само професионални (искусни) улагачи. Забрањено је ма какво њихово јавно оглашавање, а емитент мора да о њој писмено обавести Комисију. Америчка Комисија је, поред ове законске, уредила и допустила још четири врсте малих емисија.²⁸⁾ Наше право не предвиђа овај изузетак.²⁹⁾ Емисија *блокова* хартија се састоји у продаји хартија које вреде најмање прописани износ, било појединачно или у свежњу.³⁰⁾ Тај износ је, по Директиви ЕУ о проспекту, најмање 40.000 екија, рачунајући га по

27. Директива, чл. 2, ст. 1 (с). Иста сума је предвиђена и у националним правима чланица ЕУ (нпр. FSA, Schedule 11A, sec. 3 /g).

28. SA, sec. 4/6. Преостале четири врсте малих емисија су: 1) мини јавна понуда, којом може да се понуди куповина хартија највише до укупног износа од милион долара у току 12 узастопних месеци, неограниченом броју лица, укључујући и неискусне улагаче, уз допуштено јавно оглашавање (Regulation D, Rule 504); 2) ограничена приватна емисија, у којој може да се понуде на продају хартије највише до 5.000.000\$ укупно, током 12 узастопних месеци, неограниченом броју купаца, а неискусних купаца сме да буде највише 35, уз забрану било каквог јавног оглашавања (Regulation D, Rule 505), 3) унутрашња јавна емисија, намењена искључиво запосленима, директорима, адвокатима и саветницима емитента, највише до укупног износа од 500.000\$, уз допуштено јавно оглашавање, а без обавезе подучавања неискусних купаца, јер се сматра да су упознати са стањем у емитенту, због своје личне повезаности са њим (Regulation D, Rule 701). Ова врста мале емисије у САД, слична је европској емисији затвореном кругу лица; 4) омања јавна емисија, у којој може да се понуди куповина хартија највише до 5.000.000\$, неограниченом броју улагача, укључујући и неискусне, уз допуштено јавно оглашавање, под условом да се Комисији претходно достави писмено обавештење (Rule A). Вид. Steinberg M., *op. cit.*, с. 51 - 55.

29. То не чини ни мађарско, бугарско и словеначко право.

30. Свежањ је најмањи број хартија једног емитента у којем могу да се купе по правилима емисије или котације. У Њујоршкој берзи, на пример, свежањ (лот) је најмање 100 хартија (ауторова напомена).

номиналној вредности сваке поједине хартије, или по куповној цени, која мора да се плати по свежњу.³¹⁾ Сматра се да блокове могу да купују само имућна лица, која се обично добро разумеју у пословање вредносним папирама, тако знају каквом се ризику излажу и без додатног обавештавања (нпр. објављеним проспектом). Пошто, због богатства, могу да поднесу губитак лошег инвестирања, сматра се да им није потребна заштита. Ни овај изузетак наше право не предвиђа. Ако се прописи о износима у погледу обима емисије повреде, сматра се да се ради о серијској емисији, која мора да се обави јавно, ако не постоје услови за неки други изузетак од јавности.

Трећа група изузетака од обавезне јавне емисије је уведена због посебног својства улагача, којим искључиво смеју да се нуде хартије. У њу спадају емисије професионалним (стручним, искусним) улагачима и емисије строго затвореном кругу лица. Сматра се да таквим лицима није потребна заштита у виду посебног обавештавања путем проспекта, јер су већ упознати са стањем емитента, емисијом и хартијама, које им се нуде. Ако се као купац појави лице, које нема прописано својство, има право да тражи поништај уговора, који је закључио са емитентом.

Професионални улагач (*sophisticated investors, investisseur qualifié*) је лице које се, у свом редовном пословању, бави куповином, продајом, управљањем или саветовањем у вези са хартијама од вредности (нпр. берзаски посредници, банке, инвестициони фондови). Два су битна услова да се неко лице сматра “зналцем” у купопродаји вредносних папира: 1) да има стручно знање и искуство у тој делатности и 2) да је довољно имућан да може да поднесе ризик могућног губитка, због лошег улагања. Ипак, упоредно право их различито одређује.³²⁾ Германско и романско право, због правне сигурности, инсистирају да су професионални улагачи само тзв. институционални улагачи, јер је то у пракси најчешће случај (нпр. берзанске куће, банке, инвестициона друштва, холдинг друштва, велике компаније).³³⁾ Енглеско право примењује објективну дефиницију, по којој је битно да се “зналац” бави купопродајом, управљањем или саветовањем у вези са вредносним папирима, као својом редовном делатношћу.³⁴⁾ Америчко право прихвата субјективну дефиницију, одређујући да је професионалани улагач свако лице, за кога је емитент, пре него што је са њим закључио уговор о продаји вредносних папира, оправдано веровао да, оно само или са својим заступником, има такво знање и искуство у пословању хартијама, да је способно да процени користи и ризик свог могућег улага-

31. Директива, чл. 2. ст. 1(d) и ст. 2 (а). Исто правило су унеле у национална права све чланице ЕУ (нпр. FSA, Schedule 11A, sec. 3 (h, i). У Мађарској је емисија блокова облигационих хартија један од четири допуштена изузетка од јавне емисије. Најмањи номинални износ блока је 5.000.000 форинти, под условом да је емитент саставио посебно обавештење (врста скраћеног проспекта) и да је емисију унапред пријавио Комисији (ЗМАЂ, чл. 55). У Словенији овај изузетак постоји, ако се нуди хартија чија је најмања номинална вредност 5.000.000 толара (ЗСЛО, чл. 18, ст. 1, т. 3).

32. Wood P., *op. cit.*, с. 287, 288.

33. Merle P., *op. cit.*, с. 259. Тако је и у мађарском праву, чл. 57, ст. 1(а).

34. FSA, Schedule 11A, sec. 3 (а).

ња.³⁵⁾ Најзад, романска права, поред дефиниције, набрајају, у виду посебне листе, професионалне улагаче (нпр. француско, шпанско, италијанско, холандско, али и аустралијско), на коју стављају, примера ради, брокерско-дилерске куће, осигуравајућа друштва, јавноправна лица, пензијске фондове, овлашћене банке, инвестициона друштва. У свим правима се професионалним, и то институционалним, улагачем сматрају држава, њене територијалне јединице, јавне установе и други јавноправни субјекти, као и међународне организације.³⁶⁾

Затвореним кругом лица сматра се круг лица, која су међусобно повезана одређеним правним односом (нпр. у групацијама компанија, запослењем, акционарством), у коме се обавља емисија, укључујући и лица која су са учесницима тог односа повезана неким другим односом (нпр. породичним),³⁷⁾ на основу чега се сматра да су довољно упознати са стањем у емитенту, његовој емисији и хартијама, које нуди на продају. Таква лица су способна да, и без проспекта, донесу разумну одлуку о куповини понуђених им хартија, те не постоји обавеза истицања јавне понуде, јер нема потребе за њиховом заштитом.³⁸⁾ У емисијама у затвореном кругу лица хартије смеју да се продају само учесницима круга, без обзира на њихов број. У супротном, оштећени купац, ван круга овлашћених купаца, може да тражи судски поништај свог уговора о куповини, а у случају масовније продаје лицима ван овлашћеног круга купаца, надзорна власт може да поништи целу емисију (или да тражи њен судски поништај). У ову врсту емисија спада нарочито емисија:³⁹⁾ 1) ради повећања капитала друштва искључиво новим улозима постојећих акционара;⁴⁰⁾ 2) ради повећања капитала друштва пребацивањем дела резерви или нераспоређене добити, додељивањем бесплатних акција искључиво постојећим ак-

35. У САД се неопориво сматра професионалним улагачем не само институционални улагач, већ и богати појединац, духовито названим “дебелом мачком (*fat cat*)”. Прописано је да је дебела мачка појединац чија нето имовина у време куповине хартије вреди више од 1.000.000\$ (рачунајући и вредност његове куће), као и онај чији доходак прелази 200.000\$ у свакој од последње две године пре куповине, под условом да разумно планира толики доходак и у текућој години (Regulation D, Rule 501, SEC). Сматра се да је дебела мачка имовински способна да себи плати инвестиционог саветника, ради заштите својих интереса у пословању хартијама од вредности. Америчко право је традиционално непријатељско за професионалне улагаче и овом изузетку, јер су га у прошлости злоупотребљавали за изигравање прописа, тако да га допушта само у оквиру приватних или малих емисија. Вид. Wood P., *op. cit.*, с. 288.

36. Нпр. FSA, Schedule 11A, sec. 3(f).

37. У Француској, на пример, није потребна јавна понуда, ако се емисија обавља искључиво лицима која су повезана са емитентом пословно, лично или породично, под условом да их нема више од 100. То је, у ствари, врста приватне емисије. Вид. Merle P., *op. cit.*, с. 259. Емисије затвореном кругу лица сличне су “унутрашњој јавној емисији”, као врсти мале емисије, у САД, али се од њих разликују, јер се не ограничава њихов обим.

38. У Уједињеном Краљевству се за примену овог изузетка захтева додатан услов да се хартије у затвореном кругу лица нуде искључиво у вези са њиховим зједничким пословима (FSA, Schedule 11A, sec. 3(c)).

39. Све набројане емисије нису прихваћене у свим правима, већ већина права прихвата само неке од њих, као изузетак од одбавезе јавности (аутороваа напомена).

ционарима;⁴¹⁾ 3) обвезница (често бесплатних) постојећим имаоцима (обвезничарима) или акционарима;⁴²⁾ 4) акција или облигационих хартија запосленима у емитенту, а понегде и у другим члановима групације којој емитент припада;⁴³⁾ 5) у којој се хартије нуде само компанијама које припадају емитентовој групацији и, евентуално, њиховим акционарима (нпр. ћерка својој маци и осталим ћеркама);⁴⁴⁾ 6) акција, ради њихове бесплатне доделе емитентовим обвезничарима, у замену за њихове замењиве обвезнице;⁴⁵⁾ 7) једне врсте акција, којом се постојећим акционарима замењује друга врста акција, која се повлачи и поништава, без повећања капитала друштва (нпр. редовне за повлашћене акције, или обратно).⁴⁶⁾ У многим од ових емисија допуштено је објављивање огласа, осим ако је изричито забрањен, како би се сви чланови круга обавестили о могућности остварења свог права. У супротном, могло би да се деси да емисија не успе, или да неки од чланова круга, због необавештености, не оствари своје право. Тај оглас није јавна понуда, већ само обавештење о њој, али се, ипак, у упоредном праву тражи да има прописану садржину и да га надзорна власт одобри.

Четврта група изузетака од обавезе објављивања проспекта уведена је због посебног својства емитента. У њима се као емитенти јављају лица која се сматрају сигурним дужницима и платишама, тако да улагачима није потребна посебна заштита. Они увек добијају оно што им је продавац обећао у часу куповине његових хартија. Овде спада пет врста емисија, зависно од врсте емитента:⁴⁷⁾ 1) државне емисије облигационих хартија (тзв. емисије државних папира), које су обично вео-

40. Директива о проспекту, чл. 2. ст. 1(б). Мађарско право у овом изузетку допушта емисију и запосленима, и то било акција или облигационих хартија (ЗМАЂ, чл. 59, ст. 1); ЗБУГ, чл. 64, ст. 3; ЗСЛО, чл. 18, ст. 1. т. 4;

41. Директива о проспекту, чл. 2. ст. (f); FSA, Schedule 11A, sec. 3.1 (l). Овај изузетак предвиђа и наше право, али као изузетак од обавезе прибављања Комисијине дозволе за емисију (ЗОХОВ, чл. 77, ст. 1, т. 4); ЗБУГ, чл. 64, ст. 3.

42. Wood P., *op. cit.*, с. 291, FSA, Schedule 11A, sec. 3.1(c, l).

43. Wood P., исто; Директива о проспекту, чл. 2. ст. 2(h); FSA, Schedule 11A, sec. 3.1(a).

44. Овај изузетак је обухваћен емисијом професионалним улагачима, јер се понуђене компаније обично сматрају институционалним улагачима. Осим тога, он се често примењује у санацији (тзв. реорганизацији) посрнутих компанија или целих групација, тако да би било непримерено у таквом случају да се спроводи скупа јавна емисија. Вид. Директива о проспекту, чл. 2. ст. 1(c); FSA, Schedule 11A, sec. 3.1(d).

45. Тиме обвезничари постају емитентови акционари, који своја потраживања према емитенту претварају у акцијски удео у капиталу, а емитента ослобађају обавезе враћања зајма. Вид. Директива о проспекту, чл. 2, ст. 2(g); FSA, Schedule 11A, sec. 3.1(m, o).

46. Директива о проспекту, исто; FSA, исто.

47. Вид. Wood P., *op. cit.*, с. 288, 299; Директива о проспекту, чл. 2, ст. 2 (c); FSA, Schedule 11A, sec. 2(f); ЗБУГ, чл. 64, ст. 1, 2. Од свих врста ових емисија, наше право оправдано изузима само емисију државних папира, и то као изузетак од обавезе прибављања дозволе Комисије (ЗОХОВ, чл. 77, ст. 1. т. 5). У САД су емисије јавноправних емитената изузете од обавеза регистрације код Комисије и објављивања проспекта. Изузетно, страни јавноправни емитенти подлежу обавези објављивања проспекта са прописаном садржином, као и одговорности за штету за нетачан или непотпун проспект (SA, sec. 3a/2).

ма масовне, тако да заинтересована лица увек имају могућност да их купе или пре-продају, јер их увек има у довољном броју на тржишту (тзв. ликвидност тржишта);⁴⁸⁾ 2) емисије политичко-територијалних јединица (градова, округа, општина), јавних предузећа и других јавноправних емитената; 3) емисије хартија у којим држава није емитент, али јемчи за испуњавање емитентових обавеза, најчешће у емисијама комуналних и других јавних предузећа (тзв. великих привредних система, као што су железница, ПТТ, електропривреда, водопривреда);⁴⁹⁾ 4) емисије међународних организација, пре свега финансијских;⁵⁰⁾ 5) емисије хартија страних држава су изузете, из разлога политичке учтивости, у неким правима (нпр. британско, француско), док у другим нису (нпр. САД, Јапан). Емисије осталих (нејавних) страних лица подвргавају се често строжим условима него истих домаћих лица (нпр. узајамност,⁵¹⁾ испуњеност услова по прописима земље седишта емитента), јер се на тај начин одлива капитал из домаће државе у иностранство. У Европској унији, међутим, постоји обавеза допуштања слободног протока капитала за све њене чланице, тако да оне не смеју да постављају додатне сметње у својим националним правима емитентима из осталих чланица Уније. Због тога се, уосталом, доносе и бројне директиве (нпр. о проспекту, о пријему хартија у званичну берзанску котаџију и др.), како би се њихова национална права уједначила у овој области.

Пета група изузетака уређена је посебним нормама, због својства (врсте) хартија које се емитују. Они се углавном односе на две врсте хартија. Прва врста су *џлајнонорјомејне хартије* (као што су менице, чекови, кредитна писма и сличне хартије), које се обично издају појединачно, ради испуњавања емитентових новчаних обавеза у текућим трговинскоправним пословима (нпр. продаја, кредит). Издавање и пренос ових хартија уређени су посебним правилима (нпр. меничним правом), а пошто се обично не издају серијски, нема потребе за применом правила о заштити улагача, као посебне врсте потрошача на тржишту.⁵²⁾ Друга врста су *евро-хартије* (*euro-securities*), а пре свега евро-обвезнице (*euro-bonds*). То су посебна врста преносивих облигационих хартија (првенствено обвезница), чију емисију

48. У овим емисијама се сматра да грађани морају да знају у каквом се економском стању налази њихова држава (Wood P., *op. cit.*, с. 288). Мађарско право не допушта ову повластицу држави, обавезујући је да истиче јавну понуду и објављује проспекат (ЗМАЂ, чл. 23), изузев у емисији благајничких записа централне банке, као краткорочних облигационих хартија (чл. 23, ст. 7). Исто у Мађарској важи и за међународне организације, као емитенте, с тим што се њима не допушта изузетак ни за емисију благајничких записа. У Словенији је исто решење, с тим што држава и њена централна банка, не мора да добију дозволу од Агенције за трговину вредносним папирима (ЗСЛО, чл. 19).

49. Директива о проспекту, чл. 5(б).

50. Међународне организације могу да буду опште, као што је Међународни монетарни фонд или Светска банка за обнову и развој, или регионалне, као што је Европска банка за обнову и развој. Национална права обично траже, као услов за такву емисију, да је држава у којој се емисија обавља члан те међународне организације (ЗБУГ, чл. 64, ст. 2).

51. ЗОХОВ, чл. 3, ст. 2.

52. У САД се поставља додатан услов за примену овог изузетка на ову врсту хартија, а то је да не доспевају у року дужем од девет месеци од дана издавања (SA, sec. 3/3).

и промет, у значајнијем обиму по укупној номиналној вредности, организује група-ција од најмање два овлашћена лица, чије је седиште у различитим државама, и то у једној или више држава ван државе емитентовог седишта, при чему могу да се купе само преко банака или других финансијских установа.⁵³⁾ Иако се зову евро-хартиама, не ради се о харијама које се емитују или препродају само у Европској унији, нити у Европи у целини, већ у целом свету, тако да им је назив погрешан. То су хартије које се емитују и које могу да се купе само преко великих финансијских и берзанских кућа, међу којим доминирају америчке и јапанске банке, и то само у великим новчаним свотама (блоковима, обично усвежњевима од најмање 25.000\$), израженим у било којој чврстој светској валути. Њихова емисија и препродаја је у већини националних права изузета од обавезе састављања и објављивања проспекта, јер могу да их стекну само велики институционални улагачи, тако да ситним и нестручним улагачима није потребна заштита, јер им нису доступне.

Шеста група изузетака од обавезе истицања јавне понуде уређена је због својства саме емисије. Она се односи на две врсте емисије: накнадна емисија и емисија акција за улоге у стварима. *Накнадна (додајна)* емисија је нова емисија истог емитента оних хартија које је недавно већ законито јавно емитовао, под условом да је у међувремену редовно објављивао прописане извештаје о свом пословању, тако да су улагачи већ обавештени о његовом стању, пословању и хартијама које поново емитује. Сматра се да им тада није потребна посебна заштита путем израде и објављивања новог проспекта, кад је претходни већ довољан, а текуће податке имају прилике да сазнају из објављених извештаја о пословању.⁵⁴⁾ Друга врста емисије, обухваћена овом групом изузетака, односи се на продају акција, ради повећања капитала искључиво уложима у *ствари*.⁵⁵⁾

Седма група изузетака се односи на емисије у којим су улагачи заштићени *на други начин* (нпр. судски), тако да им није потребна заштита по основу правила о јавној емисији. Обично се ради о посебним емисијама ради замене већ емитованих хартија, или о понудама за куповину великог броја акција од постојећих акционара. Такви случајеви су уређени посебним нормама, које су прилагођене њиховим особеностима, тако да су улагачи још боље заштићени него по општим прописима о емисији. Има их четири: 1) истицање понуде ради преузимања контроле, куповином већ емитованих акција у обиму који понудиоцу омогућава одлучујућу утицај на управљање емитентом;⁵⁶⁾ 2) емисија ради замене имаоцима хартија

53. Дефиниција из Директиве о проспекту, чл. 3(ф).

54. Накнадна емисија, у ствари, није изузетак од начела јавности емисије, јер емитент има право да истакне јавну понуду, али без обавезе сачињавања, подношења на проверу, одобравања и објављивања проспекта.

55. ЗСЛО, чл. 18, ст. 6.

56. У ЕУ је преузимање контроле уређено посебном директивом (бг. 88/627, ОЈ. Л 348/88), по угледу на коју су њене чланице уредиле случајеве кад понудилац мора да истакне јавну понуду, њену садржину, заштиту малих акционара и сл. Слична правила постоје у САД, Јапану и другим развијеним државама.

(пре свега акција) једног привредног друштва хартијама другог друштва, коме се оно припаја, или хартијама новог друштва, које оно оснива, спајањем са једним или више других друштава, или својом деобом у више нових друштава;⁵⁷⁾ 3) емисија ради бесплатне замене акција постојећим акционарима новим акцијама истог емитента, под условом да се тиме не повећава његов капитал;⁵⁸⁾ 4) емисија ради замене хартија постојећим имаоцима у емитенту, коју је одобрио суд у стечају или ликвидацији над емитентом.

Осма група изузетака уређена је због посебног подручја на коме се емитију хартије. Ту спадају две врсте емисија: стране (екстериторијалне) и локалне. *Стране* емисије су оне које обавља емитент са седиштем у домаћој земљи, или их организују домаће берзе или посредници (нпр. преузимаоци емисије, препродавци, заступници) за потребе страног емитента, под условом да се хартије нуде и продају искључиво лицима ван домаће земље (одн. у иностранству) и да се касније не покуша никакво њихово јавно нуђење лицима у домаћој земљи. Тим емисијама нису угрожени домаћи улагачи, тако да им није ни потребна заштита. Ипак, њиховим изузимањем из општег правног режима јавних емисија, омогућава се прибављање послова домаћим берзанским субјектима у конкуренцији са страним на међународном тржишту финансијских услуга, под условом да оне немају утицај на домаће тржиште вредносних папира.⁵⁹⁾ *Локалне* емисије су оне које се обављају искључиво на ужем подручју једне државе, тако да се на њих примењују блажа правила о заштити улагача. Сматра се да су они упознати са стањем у свом “комшилуку”, тако да им не треба детаљно обавештавање о “комшијиној” емисији. Оне постоје, као изузетак, само у великим или савезним државама, као што су САД. У њима савезно законодавство изузима сопствену примену на емисије које се обављају искључиво унутар граница ужих територијалних целина (нпр. појединих чланица федерације), препуштајући да се оне уреде “локалним” прописима.⁶⁰⁾ Овај изузетак би код нас могао да се допусти за емисију градова или општина, ради финансирања њихових буџета, под условом да се обезбеди да право на куповину хартија у њима имају лица са седиштем или пребивалиштем на њиховом подручју.⁶¹⁾ Осталим (нејавним) емитентима овај изузетак не треба да се допусти, јер нам је држава иначе малена, а познати смо по својој домишљатости у доскочицама “комшијама”.

57. У многим правима је овај случај изузетак од обавезе јавности, само ако се хартије ни једног од тих друштава нису налазиле у јавном промету (нпр. у берзанској котацији).

58. Овде се ради о случају вансудске санације или принудног поравнања, да се не би стварали непотребни трошкови јавне емисије за иначе исцрпљено друштво. Директива ЕУ о проспекту у овом случају, ипак, тражи објављивање проспекта, али у сраћеном виду (чл. 6).

59. Нарочито су разрађене у САД и Уједињеном Краљевству. Вид. Steinberg M., *op. cit.*, с. 66-74. Мађарско право стране емисије уређује istim правилима као и домаће (чл. 66, 67).

60. SA, sec. 3a/11. Вид. Steinberg M., *op. cit.*, с. 58-61.

61. За професионалне улагаче ово ограничење не би требало да важи, али би за све стицаоце таквих “локалних” хартија требало да важи забрана њихове препродаје лицима ван подручја емитента.

У упоредном праву је уобичајено да закон овлашћује надзорну власт да, на захтев емитента, пропише или допусти емисију без проспекта и у другим случајевима, који нису законом изричито предвиђени као изузеци од обавезе истицања јавне понуде, ако нађе да су улагачи у њима довољно заштићени. Поред тога, она је надлежна да доноси правила, којим ближе уређује законом изузете случајеве од јавне понуде.⁶²⁾ Најзад, она је овашћена да и предузима мере заштите улагача, у случају да емитент или други организатор емисије повреди императивна правила о емисији, као и да изриче санкције одговорним повредиоцима (нпр. прекид незаконите емисије, новчано кажњавање, покретање судских поступака за повраћај незаконто стеченог капитала или добити и сл.).

У набројаним изузецима емитент има право да истакне и јавну понуду, осим кад је то изричито забрањено (нпр. приватне или појединачне емисије). Тада, међутим, јавна понуда мора да буде праћена састављањем, провером и објављивањем проспекта на прописани начин. У неким од тих случајева допуштено је да проспект буде скраћен, ако су понуђена лица већ понешто обавештена о емитенту и емисији (нпр. код емисија у затвореном кругу лица) или због поузданости емитента (нпр. у емисији државних папира). У случајевима у којим су емитенти ослобођени дужности објављивања проспекта, не значи да су ослобођени дужности састављања проспекта, макар у скраћеном облику, његовог подношења на проверу и прибављање одобрења од надзорне власти.

Из датог прегледа случајева нејавних емисија, види се да их наше право предвиђа у мањем броју него права развијених држава. Разлози су двојаки. Прво, “јавни позив” из Закона о хартијама од вредности се односи само на акције, тако да за облигационе харије није обавезан. Друго, тај Закон пре свега уређује разлоге за емисију без дозволе Комисије, а не изузетке од начела њихове јавности. Ипак, неки од њих су и разлози за нејавну емисију. То су симултано оснивање акционарског друштва и расподела нових акција постојећим акционарима уместо исплате дивиденди.⁶³⁾ То је мали број изузетака од обавезе јавне емисије у поређењу са бројем и значајем изузетака предвиђеним у развијеним земљама. Тиме се поскупљује сакупљање капитала од становништва у привреди, чиме се отежава инвестирање и кочи привредни развој. Неупућеном правнику, који би читао наш Закон у овом делу, изгледало би као да смо ми богати, па да можемо да сносимо велике трошкове јавних емисија, а да су развијене земље сиромашне, па да њихова законодавства мора да воде рачуна о економичности емисија, предвиђањем већег броја случајева њихове нејавности.

ЗАКЉУЧАК – Упоређивањем са водећим законодавствима у свету, као и са новонасталим законима о вредносним папирима у источноевропским државама, закључује се да наше право битно заостаје за савременим потребама уређивања јавне понуде за продају вредносних папира. Оно је ту врло сумарно, са бројним празнинама и нејасностама, услед којих ће сигурно да настану бројни неспоразуми

62. FSA, sec. 159, 160; SA, sec. 3(b,c). Вид. Gower, *op. cit.*, c. 337.

63. ЗОХОВ, чл. 77. ст. 1. т. 1, 4; ЗОХОВ, чл. 71, ст. 1.

и спорови у пракси са развојем акционарства код нас. Основне мане су: 1) неуређеност јавне понуде за препродају нејавно емитованих хартија, чиме се омогућава изигравање прописа о обавези јавне емисије, 2) слобода емитента у избору између јавне и нејавне емисије облигационих вредносних папира, чиме се битно умањује сигурност и заштита улагача; 3) неразликовање изузетака од обавезе истицања јавне понуде и од обавезе прибављања Комисијине дозволе, чиме се ствара непотребна забуна и несигурност међу емитентима о начину прикупљања капитала; 4) малобројност предвиђених изузетака од обавезне јавне понуде, чиме се поскупљује сакупљање капитала у емисији и дестимулише овај начин инвестирања у привреду; 5) слаб и завистан положај Комисије за хартије од вредности и њена нејака нормативна, надзорна и извршна (казнена и заштитна) овлашћења; 6) бројне језичке, језичкоправне и законописачке нејасности и нелогичности (нпр. “јавни позив за упис и *кућовину*”). Кад су мане тако крупне и бројне, сигурно је да Закон о хартијама од вредности не сме да опстане такав какав је, јер ћемо иначе, као друштво, да будемо неспреми и затечени потресима у трговини хартијама. Због тога би требало да се што пре донесе нов закон, који би на савремен и задовољавајући начин уредио ту трговину. Пословица каже да се будала учи на својим грешкама, а паметан на туђим. Ако су развијене земље биле “будале” у прошлости, учећи се на својим грешкама (берзанским краховима и другим финансијским потресима) у уређивању ове осетљиве делатности, не мора то и ми да будемо. Пружа нам се ретка прилика да сада будемо “паметни” и да, док још немамо развијен и масован промет вредносних папира, донесемо добар закон, учећи се на лошим искуствима других земаља. Ипак, с обзиром на наш менталитет и пређашње искуство, вероватно да ћемо и ову прилику да испустимо.