Др Небојша Јовановић,
ванредни професор, Правни факултет Београд

Смисленост бесмислица Закона о тржишту хартија од вредности у вези са емисијом

Резиме

У реферату се критикују три правила Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године. То су: 1) обавезност приватизованих предузећа да се претворе у јавна друштва, 2) необавезност јавне емисије хартија за јавна друштва и 3) субјективна одговорности за непотписну јавну емисију. Писац даје упоредноправни приказ правила, која уређују иста питања, како би доказао да је Закон усамљен у таквим решењима. Осим тога, указује и на могуће штете њихове примене по привреду. Закључује се да се ради о бесмисленим правилима, која су смислила или недовољно правно-економски промишљена лица, или злонамерна лица, ради остварења пословних интереса појединих утицајних група, а на штету општих интереса.

***Кључне речи**: тржиште хартија од вредности; јавно друштво; емисија; берза.*

УВОД – Недавно је донет Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (Сл. лист СРЈ, 65/02; даље: Закон или Закон о тржишту хартија). Њиме се укидају важећи закони, који уређују трговину хартијама, а који остају да важе до 30. маја 2003. године.[1)] Иако је Закон знатно боље осмишљен и написан него важећи закони, нарочито са становишта правне технике, мора да се истакне да има низ суштинских грешака. Како те грешке могу да изазову оз-

биљне штете по привреду наше земље, јер представљају акте својеврсног државног насиља над њом, потребно је да се на њих укаже. Посебно се издвајају три правила у уређивању емисије: 1) проглашавање јавним друштвима свих предузећа, која су до почетка његове примене издала акције (најчешће у приватизацији), 2) необавезност јавне емисије хартија за јавна друштва убудуће и 3) условљавање несавесношћу одговорности за штету услед емисије обављене на основу мањкавог проспекта. Поменута три правила битно одступају од уобичајених правила упоредног права о слободи воље емитента.

СЛОБОДА ВОЉЕ ЕМИТЕНТА - Правни системи, који озбиљно уређују трговину вредносним папирима, посебно јасно и детаљно уређују њихову емисију, нарочито ако је јавна. Циљ тих правила је да се обезбеди сређеност тржишта вредносница, у случају кад се емисијом на њега износе нове хартије, као "нов производ", те да се улагачи заштите од могућих штета (ризика). Због тога су многа од тих правила императивна, што повлачи ограничење слободе воље емитента у спровођењу емисије. Главни ризици за улагаче јесу куповина хартија непостојећег (привидног) издаваоца и куповина хартија по превисоким ценама, услед непримереног рекламирања њихове продаје лажним подацима у огласима. Пошто су ризици заједнички свим земљама, упоредно право махом усваја иста начела уређивања јавне емисије. Отуда су она постала општеприхваћени стандард.

Прво начело је слобода настајања јавног друштва (енг. *public company*, амер. *open corporation*, фр. *Societe anonyme avec appel public a l'eppargne*; нем. *Publikumgessellschaften*). Јавно (отворено) друштво је привредно друштво (углавном акционарско), чије се хартије налазе у јавном промету. То значи да се јавно (оглашавањем) нуде на продају унапред неодређеним лицима, као и што свако лице може јавно да их тражи ради куповине. Друштво може да постане јавно оснивањем, кад његови оснивачи обављају јавну емисију, или да такво постане накнадно, тако што се приватно друштво претвара у јавно.[2)] Пошто је јавна трговина хартијама ризичнија од приватне, упоредно право предвиђа строже услове за постојање јавног друштва, него приватног (енг. *private company*, ам. *closed corporation*, фр. *seciete sans apple public a l'epargne*), као што је минималан број акционара, минималан капитал, слободна преносивост хартија, дужност редовног извештавања јавности о пословању и друго.[3)] Без обзира на све детаље у њиховом уређивању, битно је да упоредно право друштву односно његовим оснивачима оставља *слободу одлучи-*

1. То су Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима из 1994. године (Сл. лист СРЈ, 90/94) и Закон о хартијама од вредности из 1995. (Сл. лист СРЈ, 26/95, 59/98; даље у фуснотама: ЗОХОВ). Према Закону о тржишту хартија (даље у фуснотама: ЗТХВ) укинути закони важе још шест месеци од његовог ступања на снагу (30. новембар 2002), пошто тек тада почиње да се примењује (чл. 265).
2. Приватно (затворено) друштво се претвара у јавно увођењем његових приватно емитованих хартија у јавни промет, било јавном емисијом, или оглашавањем јавне понуде за продају већ емитованих хартија. B. Steinberg I. Marc, Understanding Securities Law, US, 1996, с. 357.

вања, да ли да буде јавно или приватно. Отуда нема законске принуде оснивања јавног друштва, нити претварања приватног друштва у јавно, кад се испуне прописани услови (слобода "отварања" друштва, енг. *going public*).[4] Обрнуто, ради заштите улагача, закони предвиђају *дужности* јавног друштва да се претвори у приватно, кад престане да испуњава услове за јавну трговину хартијама, које је емитовало (тзв. "затварање" друштва, енг. *going private*). У осталим случајевима "затварање" јавног друштва је добровољно.[5]

Друго начело је принудност јавне емисије хартија за јавна друштва. То значи да је јавно друштво, кад је већ настало, обавезно по закону убудуће све емисије да обавља јавно (тј. упућивањем јавне понуде унапред неодређеним лицима).[6] То значи да се јавном друштву, као емитенту, укида слобода воље у избору начина емисије хартија убудуће, јер се принуђава да је обавља само јавно (не и нејавно, приватно).[7] Осим тога, оно је дужно, ради одржавања јавности промета издатих

3. Gower, Prentice & Pettet, Gower's Principles of Modern Company Law, Sweet & Maxwell, London, 1992, с. 12; Keenan Denis, Company Law, Pitman, London, 1988, с. 5; Anderson Ronald, Fox Ivan, Twomey David, Business Law, South-Western Publishing Co, Cincinnati, 1987, с. 811; Philippe Merle, Droit commerciales – Societes commerciales, Dalloz, Paris, 1998, с. 258; Fromont Michel, Droit allemand des affaires, Montchrestien, 2001, с. 226; Васиљевић Мирко, Привредна друштва, Београд, 1999, с. 14, 215; Барбић Јакша, Право друштава, књига 2: Друштва капитала, Организатор, Загреб, 2000, с. 110, 119, 190.
4. Исто. Од начела слободе избора јавног или приватног друштва изгледа да одступа мађарско право, које под одређеним условима (нпр. кад су оснивачи физичка лица) предвиђа могућност оснивања само јавног друштва (Закон о привредним друштвима из 1988, пар. 260, т. 4). Према Васиљевић М., оп. цит., с. 211.
   Питање је, међутим, да ли код нас постоји дужност претварања акционарског друштва без јавног уписа (приватно друштво) у акционарско друштво са јавним уписом (јавно друштво), кад му број акционара пређе 50, као највећи допуштени број по Закону о предузећима (чл. 197, ст. 2). Таква дужност није Законом изричито предвиђена. Британско право је укинуло забрану приватном друштву да има више од 50 акционара. В.: Morse Geoffrey, Company Law, Sweet & Maxwell, London, 1995, с. 43, 47.
5. Morse G., *оп. цит.*, с. 48; Steinberg M., *оп. цит.*, с. 357. Француско право предвиђа да јавно друштво престаје, кад престане да испуњава прописане услове, али да суд може да му остави рок од шест месеци да их опет испуни (Merle P., *оп. цит.*, с. 255). Слично је и са нашим правом (ЗОП, чл. 100, ст. 1. т. 5, 10).
6. Обрнуто, хартије затвореног друштва не смеју јавно да се нуде ни на продају, ни на куповину, осим у поступку његовог претварања у јавно.
7. Закон о вредносницама САД из 1933 (*Securities Act*, даље: ЗСАД), одсек 5; Упутство ЕУ бр. 89/298 о проспекту из 1989. г. (OJ L 124/89), чл. 1. и 11; Закон о финансијским услугама и тржиштима Британије из 2000. (*Finacial Services and Markets Act*, даље: ЗБРИТ), одсек 156; француски закон од 2. јула 1998, чл. 30; Закон о увођењу вредносница на тржиште, инвестиционим услугама и берзама Мађарске из 1996. (даље: ЗМАЂ), чл. 23, 24; Закон о јавној трговини вредносницама Пољске из 1997. (даље: ЗПОЉ), чл. 2. и 84; Закон о вредносницама, ефектним берзама и инвестиционим друштвима Бугарске из 1995. (даље: ЗБУГ), чл. 4, 63; Закон о тргу вредносних папирјев Словеније из 1999. г. (даље: ЗСЛО), чл. 17; Alcock Alistair, The Financial Services and Markets Act 2000: A Guide to the New Law, Jordans, Bristol, 2000, с. 199. Од овог начела изгледа одступа Немачка (Закон о проспекту из 1998. г. , пар. 1 – 4).

хартија, да редовно извештава јавност о свом стању и пословању. Обавезност јавности емисија и накнадног извештавања улагача за јавна друштва постоји због потребе обезбеђивања равноправности улагача (пре свега акционара). Уз то, ради појачане заштите улагача, предвиђа се да емитент јавну емисију сме да обави, само ако их претходно подробно обавести о свом стању, пословању и привредном подухвату, у који намерава да уложи капитал, који треба да скупи продајом (емисијом) хартија, како би им омогућио да ваљано процене исплативост својих улагања. Најзад, закони у упоредном праву траже да то обавештење (тзв. проспект) претходно провери и допусти његово објављивање надлежни надзорни орган државе (нпр. Комисија за хартије од вредности). Изузетно, у законом предвиђеним случајевима, допуштено му је да одступи од поменутих дужности, кад нема потребе за јавношћу или за заштитом улагача. То значи да може, зависно од прописаног изузетка, да обави: 1) емисију без јавне понуде, што значи приватну емисију (нпр. емисија малог обима, или само постојећим акционарима или запосленима или члановима исте групе компанија, или ради пребацивања добити одн. резерви у капитал) или 2) јавну емисију, али без објављивања проспекта (нпр. само професионалним улагачима; додатна емисија већ јавно емитованих хартија; кад је емитент држава или њена територијална јединица), или 3) јавну емисију уз објављивање проспекта, али без дужности прибављања дозволе од надзорног органа (нпр. кад је емитент централна банка, или друштво за које држава јемчи).

Треће начело је наметање строге одговорности за непрописну емисију. Непрописна емисија постоји кад се њом вређају императивна правила на штету улагача. Нарочито је непрописна: 1) емисија без обавезне јавне понуде, 2) јавна емисија без објављивања обавезног проспекта, 3) јавна емисија без прибављања дозволе од надлежног органа и 4) емисија уз објављивање мањкавог (нетачног, непотпуног или криво наводећег) проспекта. Закони детаљно уређују *имовинску* одговорност за емисију уз мањкав проспект, јер је то "најфинији" и најтеже уочљив начин за оштећивање улагача.[8)] Строга одговорност се састоји у томе што за штету улагачима *солидарно* одговарају емитент и његови помагачи у емисији, као што је њен покровитељ, ревизор, састављачи проспекта и професионални трговац, који је у оквиру продајне мреже у емисији непосредно продавао хартије улагачима (нпр. дилер, брокер, банка). Емитентова одговорност је, при томе, *објективна*, јер одговара и кад није знао за непрописност. Одговорност његових помагача је, међутим, *субјективна*, јер одговарају само кад су криви за штету улагачима услед непрописне емисије. Сматра се да су помагачи криви, кад су изазвали непрописност (нпр. унели су нетачне или непотпуне податке у проспект), али и кад је нису изазвали, али су продавали хартије свесни непрописности, а да улагаче на њу нису упозори-

8. Емитент и његови помагачи могу и казнено да одговарају за непрописну емисију, ако се у њиховим радњама стекну елементи бића неког кривично дела (нпр. превара), привредног преступа или прекршаја. Иако значајна са становишта општих и државних интереса, казнена одговорност улагачима мало значи, ако по правилима имовинског права не могу да поврате своје улоге, или, бар, да се обештете од емитента или његових помагача.

ли. За одговорност помагача се захтева тежи степен кривице, јер је услов њеног наступања њихова свест о незаконитој радњи у емисији и могућности наступања штете по улагаче. Ради заштите улагача, англосаксонска права претпостављају кривицу (несавесност) помагача, али само заману проспекта која се тиче врсте података за које су стручни (нпр. ревизора за рачуноводствене податке, адвокатских кућа за правне податке, инжењера за техничке податке, као што су заштићени проналасци, технолошки процеси и сл.).[9)]

Значи, упоредно право не обавезује привредно друштво да буде јавно. Али, ако је неко друштво већ постало јавно, јер је своје хартије увело у јавни промет, онда мора и будуће емисије да обавља јавно, као и да извештава јавност о свом стању и пословању. Најзад, ако јавну емисију обави непрописно, а нарочито уз мањкав проспект, строго се уређује одговорност емитента и његових помагача, као саучесника у штетној радњи, за штету коју претрпе улагачи.

ПРИНУДНОСТ ЈАВНОГ ДРУШТВА – Противно опште усвојеној слободи настајања јавног друштва у упоредном праву и нашем Закону о предузећима (чл. 2, 8, 10, 189),[10)] Закон о тржишту хартија предвиђа: "Акције које су издате до дана примене овог закона (30. мај 2003. г. – пишчева напомена) сматрају се акцијама издатим јавном понудом" (чл. 261, ст. 1). Цитираном ретроактивном одредбом Закон утврђује *фикцију* да су све досадашње емисије акција код нас биле јавне, иако многе то нису биле. Осим тога: "Акционарско друштво које је издало акције из става 2. овог члана дужно је да усклади са овим законом своје пословање у року од годину дана од дана његовог ступања на снагу" (чл. 261, ст. 3). То значи да су сва наша акционарска друштва дужна (принуђена) да послују као јавна друштва почев од 1. децембра 2003. године. Јавним друштвом се, у смислу Закона, сматра "правно лице које је хартије од вредности издало јавном понудом на организованом тржишту, над чијим пословањем у вези са хартијама од вредности надзор врши Комисија за хартије од вредности и које је обавезно да обавештава јавност о свом пословању у складу са овим законом" (чл. 5. ст. 12). Отуда свако наше акционарско друштво мора, прво, до 30. новембра 2003. године, да поднесе захтев берзи, као организованом тржишту, ради њиховог укључивања у котацију (чл. 5 ст. 5, 52, 53, 165, 168, 171). Потом мора убудуће редовно да обавештава Комисију за хартије од вредности и јавност о свом пословању, а посебно о ревидираном годишњем обрачуну (чл. 54).[11)] Дужност извештавања Комисије и јавности престаје кад акцио-

9. Овакав режим одговорности постоји у САД и Британији (Steinberg M., *оп. цит.*, с. 146, 147; Morse G., *оп. цит.*, с. 139). Права неких источноевропских земаља су још строжа, јер намећу објективну одговорност и покровитељу емисије (ЗМАЂ, чл. 38, ЗБУГ, чл. 65, ст. 3). Али, немачко право и права под његовим утицајем су блажа, јер емитента и помагаче чине одговорним, само ако су штету у емисији нанели улагачима намерно или крајњом непажњом. В. Закон о берзама Немачке из 1998. г. (даље: ЗНЕМ), чл. 45; ЗОХОВ, чл. 74; ЗСЛО, чл. 23, ст. 1; Krause Hartmut, German Securities Regulation, Verlag C.H. Beck, Munchen, 2001, с. 2.

10. Сл. л. СРЈ, 29/96.

нарско друштво повуче акције из јавног промета, на основу Комисијине одлуке о брисању из регистра јавних друштава (чл. 54, ст. 3).

Принудност јавног друштва је бесмислена, јер је супротна правној логици бар из два разлога. Прво, *само* досадашња акционарска друштва морају да постану јавна, а нова то не морају, јер их Закон на то не приморава. Његова одредба о проглашавању јавних друштава има временски повратно дејство, те се не односи да друштва која издају акције након почетка његове примене. Осим тога, ни Закон о предузећима не садржи обавезу настанка јавног друштва. Тиме се постојећа друштва стављају у неравноправан положај на тржишту у односу на нова. То је противно како уставном начелу равноправности предузећа, тако и основним економским законима здраве тржишне утакмице. Други разлог бесмислености је у томе што *сва* досадашња друштва морају да постану јавна, и кад не испуњавају услове из Закона о предузећима за јавни упис акција (нпр. минималан капитал, број акционара, начин обављања емисије и др.), нити су способна да своје акције одржавају у јавном промету (тј. да редовно сачињавају и објављују извештаје за јавност). Због тога је ово проглашавање још један у низу аката државног насиља и експеримената над нашом привредом, у последњих неколико деценија.[12)] Отуда је могуће да се уврстимо међу земље са највећим бројем јавних друштава у свету. Свуда су јавна друштва само велике компаније, које су способне да сакупе јавном емисијом велики капитал и да га профитабилно уложе у какав велики привредни подухват. Због тога су сразмерно малобројна у односу на приватна (затворена) друштва.[13)]

Присталице начела принудности јавног друштва такво решење оправдавају потребом заштите ситних акционара, који су стекли акције у досадашњим прива-

11. Дужност обавештавања се састоји од четири "подобавезе": 1) подношење Комисији (а) годишњег рачуна најкасније до 30. марта текуће године за претходну годину, (б) извештаја ревизора о годишњем рачуну до 15. јула текуће године за претходну годину и (в) полугодишњег рачуна до 30. августа текуће године (чл. 56); 2) објављивање извода из годишњег рачуна до 23. јула текуће године за претходну годину, са подацима које прописује Комисија (чл. 57); 3) објављивање годишњег извештаја о пословању најкасније до 15. августа текуће године за претходну годину, са подацима које прописује Комисија (чл. 58); 4) издавање јавног саопштења о околностима које могу битно да утичу на цену хартија, најкасније у року од 10 дана од њиховог наступања (чл. 55). Чини се да је истек рока за објављивање извода годишњег рачуна и извештаја о пословању сувише дугачак, да би улагачима то иоле значајније користило за процену хартија. Упоредно право га битно скраћује. В. Упутство ЕУ бр. 82/121 о редовном објављивању извештаја берзански котираних компанија (OJ Л 48/82), којим је предвиђен рок од четири месеца од истека периода на које се извештај односи (чл. 4); ЗМАЂ, по коме је крајњи рок 30 април (чл. 48).

12. Сетимо се Закона о удруженом раду из 1976. г., који је завео принудно распарчавање предузећа (тзв. радних организација) на правно способне делове (тзв. организације удруженог рада).

13. Рецимо, у Британији је 1991. године било само 11.100 отворених друштава, у односу на 998.700 затворених, у Немачкој је 1998. г. било 1000 отворених и 3500 затворених акционарских друштава, а у Француској је 1999. г. било 168.900 акционарских друштава (без податка колико је јавних) и 800.000 ортачких, командитних и друштава с ограниченом одговорношћу. B. Gower, Prentice & Pettet, *оп. цит.*, с. 13; Fromont M., *оп. цит.*, с. 206, 226.

тизацијама, од лаковерне продаје акција по пренисКој цени у "кафанама" богаташима и сплеткарошима. Наводно, ако су сва приватизована предузећа јавна друштва, чије се акције могу да продају само јавно у берзи, онда су берзански курсеви њихових акција општепознати, те је битно умањена могућност прекомерног оштећења масе ситних улагача уговарањем преНиских цена у незваничним пословима ван берзе. Ово оправдање је мањкаво најмање из три разлога. Прво, берзански курс (цена) се успоставља на пристојном нивоу само ако има тражње у берзанској аукцији за одређеним хартијама. Ако за акцијама одређеног друштва нема тражње или је она слаба, берзански курс, као и свака цена, може да буде пренизак у односу на њихову стварну вредност. То ће засигурно још дуго код нас да буде случај, због општег сиромаштва нашег друштва, као и због укорењеног неповерења становништва у финансијски систем наше државе. Због тога принуђавање приватизованих предузећа да буду јавна друштва највероватније неће постићи свој циљ. Друго, да су законописци хтели заиста да заштите ситне акционаре о лаковерних "кафанских" продаја ван берзе, онда сигурно у Закону не би завели дужност "неограничене преносивости" хартија (чл. 12). Тиме је емитентима забрањено да статутима успостављају ограничења слободе преноса хартија, које су емитовали (нпр. право прече куповине постојећих акционара, сагласност управе емитента). Таква ограничења имају за циљ да заштите друштва од ризика изненадног непријатељског преузимања контроле, као и улагаче од пренагљених и непромишљених продаја хартија. У свету се забрањује ограничавање преносивости хартија емитентима само ако се котирају на званичном берзанском тржишту, где се увршТавају само најбоље хартије. Напротив, таква ограничења су допуштена на незваничном берзанском и на ванберзанском тржишту. Код нас је, међутим, то по Закону забрањено, не само на тзв. "берзанском тржишту", као нашем званичном тржишту берзе, већ и на тзв. "слободном берзанском тржишту", као незваничном (другом) тржишту берзе (чл. 171). Најзад, трећи разлог, лежи у неискуству и несналажењу наших приватизовних предузећа у најједноставнијем пословању вредносним папирима. Закон их сада принуђава да котирају хартије на берзи, услед чега ће морати да се сналазе у најсложенијим пословима. То је исто као да се возач почетник, тера да учествује у тркама Формуле један. Исход је лако предвидив.

Објашњеним разлозима треба да се додају још штете по привреду, које услед овог принуђавања могу да настану код нас, па да се стекне уверење о његовом неуспеху. Главна штета су велики трошкови одржавања хартија у јавном промету, који падају на емитента. То су трошкови сачињавања, ревидирања и објављивања извештаја о пословању, које јавно друштво мора да сноси, као што су провизије стручњацима за састављање извештаја, провизије ревизорима, трошкови умножавања и објављивања извештаја, такса Комисији за проверу података и накнада берзи за држање хартија у котацији (на тзв. листингу). То ће сигурно да поскупи пословање наших предузећа, услед чега ће привреди остати мање прихода за инвестиције, што ће довести до њеног даљег сиромашења и успоравања.[14)] Осим те главне штете, по нашу привреду може да настане и друга, узгредна штета, пошто

су јавна друштва битно изложенија ризику преузимања контроле него приватна. Она увек наступа по нападнуту компанију, ако се брани од преузимања, али и по целу привреду, која се на тај начин непотребно исцрпљује. Њу нарочито изазивају неконтролисане борбе више заинтересованих "нападача" око контроле над "привлачним" (добростојећим) јавним друштвом. Како је у нашем праву преузимање контроле изузетно лоше уређено, ове штете ће највероватније наступити.

НЕОБАВЕЗНОСТ ЈАВНЕ ЕМИСИЈЕ – На први поглед, Закон о тржишту хартија установљава обавезу јавног друштва да обавља јавне емисије, као што је општеприхваћено у упоредном праву. Такав закључак се стиче из више разлога, иако Закон не предвиђа изричито ту обавезу. Прво, Закон све досадашње емисије акција проглашава јавним, претварајући њихове издаваоце у јавна друштва. Отуда је логично, због начела јавности тржишта хартија и равноправности издавалаца ("произвођача") на њему, да и будуће емисије морају да се обављају јавно. Друго, Закон већ на свом почетку дефинише јавну понуду, дистрибуцију и проспект, као главна средства јавне емисије хартија.[15] Најзад, треће, Закон јасно предвиђа да се хартије од вредности могу дистрибуирати "*само јавном понудом*, уз објављивање проспекта за дистрибуцију хартија од вредности и упућивање јавног позива за упис и уплату хартија од вредности, ако овим законом није друкчије одређено" (чл. 17, ст. 1). Из тога се закључује да је јавна емисија начелно обавезна, јер дистрибуција вредносних папира не сме да се обави без јавне понуде, осим у случајевима предвиђеним Законом, кад је допуштена и приватна (нејавна) емисија.

14. Изгледа да су писци Закона, ипак, били донекле увиђавни у "расипништву", јер су, чини се, обавезали само акционарска друштва, чије се хартије котирају на званичном тржишту берзе, да објављују цео извештај о пословању, док су остала јавна друштва дужна само да објављују сажетак ревидираног годишњег обрачуна (чл. 57, 58). Овај закључак је несигуран, због неусклађене терминологије у Закону. Закон везује дужност објављивања целог извештаја за друштва, чије се акције налазе на "*листингу*" берзе (чл. 58), што није исто са изразом "берзанско тржиште", који употребљава да означи званично тржиште берзе. Како и незванично тржиште има свој "незванични" листинг, могуће је да је ово тумачење дужности извештавања јавности преуско. Коначно тумачење ће вероватно дати Комисија за хартије од вредности.

15. Те дефиниције по ЗТХВ су: "(1) *Јавна понуда* хартија од вредности је понуда упућена неодређеном броју лица ради уписа и уплате хартија од вредности приликом њихове дистрибуције, одн. свака понуда за куповину или продају хартија од вредности упућена приликом трговине хартијама од вредности на организованом тржишту. (2) *Дистрибуција* хартија од вредности је продаја хартија од вредности, коју врше 1) издавалац у поступку издавања хартија од вредности јавном понудом, ...; 2) покровитељ емисије који је, на основу уговора о вршењу услуга организовања дистрибуције хартија са обавезом њиховог откупа, од издаваоца откупио те хартије с намером да их даље продаје јавном понудом. (3) *Проспект* је писани јавни документ који садржи податке који инвеститору омогућавају увид у правни и финансијски положај издаоца хартија од вредности, у његове пословне могућности и у права и обавезе који произилазе из хартија од вредности, као и друге податке битне за доношење инвестиционе одлуке" (чл. 5, ст. 1 – 3).

Првобитан закључак о принудности јавне емисије, међутим, мења се у корист њене необавезности, на основу систематског тумачења Закона, којим се повезано тумачи више његових одредаба. Два разлога доводе до таквог закључка. Први је таутолошко и уско одређивање појма "дистрибуције", а други је непостојање законских изузетака од дужности њене јавности.

Таутологија законског појма дистрибуције хартија од вредности је видљива кад се логички повеже одредба о дефиницији дистрибуције (чл. 5, ст. 2) са одредбом о начину њеног спровођења (чл. 17, ст. 1). По првој одредби, дистрибуција је "продаја хартија", коју обавља издавалац, било непосредно улагачима путем *јавне понуде*, или преко покровитеља (посредно), који му откупљује хартије у намери да их даље продаје *јавном понудом*. По другој одредби, којом се уређује начин спровођења дистрибуције, "хартије од вредности могу се дистрибуирати *само јавном понудом*, уз објављивање проспекта ..." (одредбу скратио писац). Очигледно је да су ове две одредбе таутолошке, јер упућујући једна на другу, истим појмом ("јавна понуда") дефинишу само јавну емисију, као једну врсту емисије. Због тога је једини смислен закључак, да је дистрибуција, по Закону, само једна врста емисије, и то јавна емисија. Остале емисије су приватне (нејавне). Како Закон ниједном одредбом не предвиђа дужност емитента да емисију обавља јавно (јавном понудом), закључује се да се емитенту оставља неограничена *слобода избора* између дистрибуције, као јавне емисије, и приватне емисије. Отуда је емитент, макар био и јавно друштво, дужан да истакне јавну понуду (по чл. 17, ст. 1) само кад одлучи да их дистрибуира, што значи да их продаје улагачима јавном понудом, непосредно или преко покровитеља (по чл. 5. ст. 2). Ту обавезу нема, ако одлучи да емитује хартије нејавно, јер му Закон не ограничава слободу избора између јавне и нејавне емисије.[16)]

У прилог закључка о необавезности јавне емисије, говори и ускост законског појма дистрибуције, што омогућава издаваоцима лако изигравање дужности истицања јавне понуде и кад се одлуче за дистрибуцију. Дистрибуција је *само* емисија, коју јавном понудом обавља издавалац, било непосредно улагачима или посредно, преко покровитеља (чл. 5. ст. 2). Ван ове дефиниције остају све остале врсте и начини емисија хартија. То значи да је издавалац, укључујући и јавно друштво, слободан да без јавног оглашавања продаје хартије непосредно неограниченом броју унапред неодређених улагача, како хоће и колико хоће, јер то није дистрибуција.[17)] Такође, њему је допуштено да продаје хартије улагачима и посредно, пре-

16. До истог закључка се долази и тумачењем на основу разлога супротности (лат. *argumentum a contratio*) одредбе, којом се предвиђа да се хартије могу дистрибуирати само јавном понудом, уз објављивање проспекта и упућивање јавног позива (чл. 17, ст. 1). То значи, ако се хартије *не дистрибуирају*, издавалац нема ни дужност истицања јавне понуде, уз објављивање проспекта.

17. У нашем праву таквој "заобилазној" емисији *акција* ограничење поставља Закон о предузећима правилом, које забрањује да затворено акционарско друштво има више од 50 акционара. Међутим, тог ограничења нема у емисији облигационих хартија (нпр. обвезница или записа), јер обвезничари нису акционари.

ко мноштва професионалних трговаца (нпр. брокера или дилера), који би образовали широку продајну мрежу, због чега би се таква приватна емисија, у ствари, изједначила са јавном. Допуштена је и приватна емисија преко покровитеља, ако га овај само заступа или комисионо наступа према улагачима, без откупљивања хартија, јер га дефиниција дистрибуције обавезује да истакне јавну понуду само кад откупи хартије издаваоцу у намери препродаје, на основу претходно закљученог уговора о откупу. Из истог разлога покровитељу је чак допуштено да неформално јавно рекламира продају, што је свуда у свету најстроже забрањено.[18] Најзад, чак је допуштено да лица (нпр. неуки улагачи), која су купила хартије у приватној емисији непосредно од јавног друштва, као емитента, те хартије даље продају јавним оглашавањем трећим лицима (нпр. огласом у новинама), под условом да нису покровитељи. Ни таква продаја није дистрибуција, нити је такво јавно оглашавање привредни преступ, јер је по Закону привредни преступ само јавно оглашавање продаје хартија затвореног друштва.[19] Законском дефиницијом дистрибуције само је покровитељу, који има препродајну намеру, наметнута обавеза да поштује поступак емисије јавном понудом, као да је лично обавља емитент. Да се хтела да заведе дужност јавне емисије за јавно друштво, дефиниција дистрибуције би била шира, јер би обухватала *сваку* емисију серијских хартија *јавног* друштва.

Осим таутолошког и уског дефинисања дистрибуције, на необавезност јавне емисије указује и непостојање законских изузетака од јавности емисије. Закон познаје само изузетке од емитентове дужности да прибави одобрење проспекта од Комисије (чл. 43 – 51). То значи да емитент, који одлучи да обави јавну емисију, мора да изради и објави проспект, уз одобрење Комисије, које му није потребно у Законом предвиђеним случајевима. Тада није дужан да истакне ни јавну понуду. Супротно нашем решењу, законодавства која намећу јавну емисију јавним друштвима, разликују изузетке од дужности истицања јавне понуде, изузетке од дужности објављивања проспекта уз јавну понуду и изузетке од дужности прибављања дозволе за јавну емисију. Пошто је јавна емисија скупа, ти изузеци треба емитенту да омогуће јефтиније сакупљање капитала кад јавност у емисији није потребна, иако је емитент јавно друштво. Како наш Закон не предвиђа изузетке од јавности емисије, закључује се да није обавезна ни за јавна друштва.[20]

Могуће је да објашњено језичко и систематско тумачење о необавезности јавне емисије супротно циљном и субјективном тумачењу Закона, за које се обично у правној науци тврди да је једино исправно. Из тог циљног тумачења произилазило би да је циљ законодавца да серијске хартије укључи што више у јавни промет, те

18. ЗТХВ (чл. 251, ст. 1. т. 1) предвиђа новчану казну за привредни преступ (60.000 – 600.000 дин.) само ако се јавно нуде на продају хартије *затворених* друштава и исправе на које се ЗТХВ не примењује (нпр. полисе осигурања, хартије у робном промету /менице, чекови, складишнице/, исправе о дугу). То значи да покровитељ, који је само заступник или комисионар *јавног* друштва у емисији, не може да буде кажњен кад јавно оглашава понуду на неформалан начин, јер издавалац није затворено друштво.
19. Исто.

да због тога јавно друштво мора да обавља јавне емисије, без обзира шта "задрти" правници закључују из систематског и језичког тумачења. Ипак, три су препреке за прихватање циљног тумачења о обавезности јавне емисије за јавно друштво. Две су правне, а трећа је економска. Прва је што Закон нема одељак о својим начелима, која тумачима помажу у схватању нејасних одредаба. Отуда ни начело јавности емисије није нигде јасно истакнуто, те је тешко да се прихвати друкчије тумачење осим оног које се изводи на строгим законима логике, језика и систематике. Друга препрека је што циљно тумачење не сме да излази изван оквира језичког тумачења права, јер се онда залази у правну несигурност, што доводи до неповерења у финансијско тржиште и, тиме, његово гашење. Трећа, економска, препрека се састоји у могућим привредним штетама, ако се прихвати да Закон намеће обавезу јавне емисије јавним друштвима, а да је могућност друкчијег тумачења (у смислу необавезности јавне емисије) последица законописачких грешака. Ако је заиста грешка у писању Закона, онда би могла да буде врло скупа по привреду, јер су изузеци од обавезе јавности емисије (тј. проспекта, како се у Закону наводи – чл. 43) економски безначајни и занемарљиви. Такво тумачење би терало скоро сва наша привредна друштва да готово сваку емисију обављају јавно, што би им било слабо исплативо, због скупоће јавне емисије. То би могло да одвраћа наше компаније од таквог начина финансирања својих делатности, окрећући их ка банкарским кредитима, што би значило успоравање привредног развоја и замирање тржишта хартија у будућности. Отуда изгледа да тумачења Закона о дужности јавне емисије за јавна друштва, може да изазове више штете по привреду него тумачење о њеној необавезности, због економске безначајности изузетака од јавне емисије. Можда је боље да се од два зла прихвати мање.

МИЛОСРДНА ОДГОВОРНОСТ – Закон о тржишту хартија предвиђа благу одговорност за штету коју улагачи претрпе услед непрописне емисије. Заправо, он уређује само одговорност за штету коју улагачи претрпе услед пада курса емитованих хартија, кад се сазна за неистинитост или нетачност података у проспекту. У осталим случајевима непрописне емисије одговорност се уређује општим правилима. По Закону: "За истинитост и потпуност података објављених у проспекту, за дистрибуцију хартија од вредности и скраћеном проспекту, односно за штету, солидарно су одговорна лица која су учествовала у њиховој припреми, организа-

20. Такав је случај и са немачким правом, које, изгледа, не познаје дужност јавне емисије, те због тога познаје само изузетке од емитентове дужности објављивања проспекта. Тамо је, ипак, одредба Закона о проспекту вредносних папира из 1998. г. (пар. 1)., која уређује ово питање, много смисленија и јаснија од наше. По њој: "За хартије које се први пут нуде јавно у Немачкој, а нису примљене у котацију ниједне домаће берзе, понудилац објављује проспект о продаји, осим ако је друго предвиђено пар. 2 до 4" (пар. 2 – 4. уређују изузетке од објављивања проспекта). Из тога се закључује да објављивање проспекта није обавезно, кад се хартије не нуде јавно, као и кад се нуде јавно, али у законом набројаним случајевима (нпр. понуда само професионалним улагачима; затвореном кругу лица; запосленима; блокова хартија).

тор дистрибуције хартија од вредности, ревизор и издавалац – ако су знала, односно морала знати да су ти подаци неистинити или непотпуни" (чл. 20). Цитирана одредба има добре и лоше стране.

Добро је што је емитенту и професионалним учесницима емисије, као његовим помагачима, наметнула *солидарну* одговорност за штету. На тај начин се улагачима омогућава сигурнија накнада штете, нарочито у случају кад неко од одговорних лица падне у стечај. Питање одговорности се најчешће поставља кад емитент падне у стечај после емисије, па улагачи не могу од њега да се обештете. Тада им се омогућава обештећење од његових помагача у емисији, ако су криви за уношење неистинитих или непотпуних података у проспект. Добра страна је и то што одредба јасно набраја одговорна лица, а то су лица која су учествовала у припреми нетачних или непотпуних података (нпр. директор, рачуновођа и правник издаваоца), издавалац, покровитељ емисије и ревизор.[21)]

Лоших страна има неколико. Прво, Закон предвиђа одговорност само за неистинитост или нетачност једног или више података у проспекту, али не и за тзв. криво наводећи проспект, који је у пракси најчешће споран. Највећи број проспеката је сасвим тачан и потпун, тако да улагачи тада немају правни основ за обештећење. Међутим, ако је такав проспект сачињен тако да ствара у јавности утисак веће исплативости куповине хартија, него што је то стварно случај (нпр. наглашавањем добрих података, несређеност података, нејасност), ради се о криво наводећем проспекту. То се, такође, сматра маном проспекта, која је правни основ за обештећење улагача. Друго, цитирана одредба установљава одговорност само за мане у проспекту, а не и за мане у јавној понуди, услед којих, такође, улагачи могу да претрпе штету (нпр. наведена нижа емисиона цена од стварне, дужи рок уписа или уплате, повољнији услови уписа и уплате и др.). Очигледно је да у том случају нема солидарне одговорности, већ да штету улагачима надокнађује лице одговорно за мане јавне понуде, по општим правилима о одговорности. Треће, одговорност је условљена несавесношћу набројаних лица. Пошто се савесност у праву претпоставља, то значи да оштећени улагач сноси терет доказивања њихове несавесности, што се практично своди на доказивање њихове намере или крајње непажње. Како је доказивање несавесности тежак посао у парници, улагачи ће у многим случајевима остати без обештећења.[22)] Тиме се омогућава префињеним проневериteљима новца улагача, да се на лак начин ослободе од одговорности, јер је таква одговорност још блажа од општих правила о одговорности за штету у на-

21. Овим набрајањем се отклања битна нејасност досадашњег ЗОХОВ у уређивању овог питања. Тај Закон предвиђа солидарну одговорност само емитента и "његовог овлашћеног лица" за мане проспекта (чл. 74). Ту нарочито није јасно ко се сматра овлашћеним лицем емитента. Вероватно је то директор, али није јасно да ли и лице ван емитента (нпр. покровитељ емисије), које је овај овластио да му организује емисију или сачини проспект, може да се сматра његовим овлашћеним и, тиме, одговорним лицем за мане проспекта.

22. У овом делу правног режима одговорности нема никаквог бољитка по улагаче у односу на ЗОХОВ, који је предвиђао исти услов (чл. 74).

шем праву. Ради се о ретком милосрђу према имућним штетницима, које се не среће ни у општим правилима о одговорности за штету према обичним грађанима, а камоли према професионалним трговцима. Општа правила претпостављају кривицу штетника чим је штета настала, док сам не докаже супротно.[23] Отуда је било боље да је Закон предвидео *објективну* одговорност емитента и главних чланова његове управе за мане проспекта, као и да је *претпоставио* кривицу осталих *стручних* учесника у изради проспекта, за делове проспекта за које су стручни (нпр. економисте за економске, правника за правне, инжењера за техничке делове), како је то учињено у англо-саксонским правима. Они морају да знају све тачне податке, који се уносе у проспект. Ко да зна те податке, ако их они не знају?[24]

УПОРЕЂЕЊЕ – Ако се основна правила наше емисије упореде са уобичајеним правилима упоредног права у кључним питањима, уочава се да је наша правна "грађевина" емисије лоше постављена, скоро наопачке. Предвиђена је принудност наших акционарских друштава да буду јавна, што нигде не постоји у свету.[25] Осим тога, јавна друштва нису дужна да обављају емисије јавно, што је опет обрнуто од уобичајне дужности јавне емисије за јавна друштва у упоредном праву. Најзад, ако улагачи претрпе штету због мана проспекта, емитент и његови помагачи у емисији одговарају само ако су за мане знали или морали да знају. Преведено на језик грађанског права, то значи да се зајмопримац (емитент) ослобађа одговорности за штету коју зајмодавац (улагач) претрпи услед неврћања зајма, ако у часу тражења зајма није знао нити морао да зна какво му је имовинско стање (кредитна способност), па ју је погрешно приказао зајмодавцу и тиме га "несвесно" преварио. Бесмислено звучи, зар не?

ИМА ЛИ СМИСЛЕНОСТИ У БЕСМИСЛИЦАМА? – Ако се свака објашњена грешка одвојено разматра, тешко се уочава нека смисленост. Оне битно одступају од закона правне и економске логике, као и од нормалног правног уређивања трговине хартијама, тако да на први поглед изгледају као бесмислице. Међутим, кад се повезано тумаче, а нарочито кад се схвати коме погодују, "грешке" постају смислене.

Применом таквог метода открива се, прво, да обавезивање приватизованих предузећа на "отварање", како би постала јавна друштва, омогућава имаоцима крупног капитала да их лако и јефтино купе (читај: "преотму") од масе ситних, неуких, међусобно неповезаних и правно незаштићених акционара. Јавна друштва

23. Закон о облигационим односима (Сл. л. СФРЈ, 29/78, 39/85, 45/89, 57/89 и Сл. л. СРЈ, 31/93), чл. 154.
24. Вероватно је такво решење прихваћено услед непромишљеног преписивања из ЗСЛО (чл. 23), ЗНЕМ (чл. 45) и ЗОХОВ (чл. 74).
25. Рецимо, у Британији Закон о компанија чак претпоставља, да је свако друштво приватно (затворено), ако у регистру компанија и у његовој фирми није означено као јавно (одсек 1/3).

свуда у упоредном праву морају да допусте знатно слободнију трговину хартијама које су емитовале, него затворена. Закон о тржишту хартија је, међутим, претерано удворички наклоњен "ловцима" на компаније. Он не само да забрањује јавном друштву да статутом поставља било каква ограничења слободне преносивости својих хартија, већ му и заводи обавезу да хартије котира у берзи (чл. 12, 42, 52). Тиме га знатно више излаже ризику преотимања контроле, јер му умногоме отежава одбрану. Можда је баш због тога преузимање контроле над акционарским друштвима (тзв. стицање контролног пакета акција) у Закону површно уређено. Тиме се Законом отклањају уобичајене сметње, које се у упоредном праву постављају "парајлијама", како би спречили погодовање крупних акционара на штету и уз изигравање ситних акционара, повреде начела равноправности акционара, као и борбе око преузимања компанија, штетне како по привреду, тако и по нападнуте компаније.

Друго што се открива је да необавезност јавне емисије за јавна друштва вероватно није грешка. Напротив, то је повластица, коју је подарило наше право имаоцима крупног капитала у "конкурентској борби" за његово привлачење са упоредним правним системима. Кад једном "завладају" нашим ослабљеним и приватизованим предузећима, захваљујући њиховом законском проглашавању за јавна, нови "владари" нису обавезни да нове (будуће) емисије хартија, ради прикупљања свежег капитала обављају јавно, што је иначе обавеза у упоредном праву. Напротив, они су слободни да бирају између нејавних (приватних) и јавних емисија, колико им је воља, подешавајући пословање компаније, према својим уским интересима, а на штету осталих (најчешће малих) улагача.

Треће "откриће" је да је врло смислена и благост режима одговорности емитента и његових помагача за непрописну јавну емисију, а поготово за "лагање" у проспекту, као њеној реклами. Пошто се наша земља сматра ризичним подручјем за улагање капитала, крупни улагачи, очекују од државе да им тај ризик што више ублажи. Један од начина ублажавања је деоба ризика за неуспех привредног подухвата на велики број улагача. Томе, уосталом, и служи јавна емисија. То је сасвим уреду и са економског и са правног гледишта. Оно што, међутим, код нас није у реду, је што Закон благо санкционише одговорност организатора незаконите јавне емисије, а поготово емисије обављене на основу проспекта са нетачним или непотпуним подацима. Пошто ће код нас на кључним местима у јавним друштвима (тј. приватизованим предузећима), као емитентима, још дуго да буду њихови најкрупнији акционари одн. чланови (купци), ова благост Закона им изузетно одговара. То значи да они могу да "лажу" улагаче у проспекту, којим им траже капитал, а да се, ипак, спасу одговорности, ако оштећени улагачи не успеју да докажу њихову лаж, односно да нису били савесни. Пошто се савесност у праву начелно претпоставља, а доказивање туђе несавесности је изузетно тешко, оштећени улагачи ће најчешће остати без обештећења. Последица је јасна. Несавесни "предузимач", преко свог јавног друштва обавља јавну емисију, уз низ погрешних или непотпуних података у проспекту и наводи неупућене улагаче, да му повере новац у

каквом ризичном привредном подухвату. Ако планирани подухват успе, биће велики "бизнисмен" и јавност ће га ковати у звезде, без обзира на почетну превару улагача у емисији. Али, ако не успе, те проневери новац својих улагача, омогућава му се лако спасење, јер Закон поставља несавесност, као услов одговорности за штету, коју улагачи претрпе услед његових лажи (нпр. велики пад цена купљених хартија), што је врло тешко за доказивање. Ако се несавесност већ тражи за одговорност емитента, онда би било поштено да је Закон бар претпоставио ту несавесност, како би пребацио процесноправни терет доказивања са економски слабије (улагачи) на јачу страну у парници.

ЗАКЉУЧАК – Објашњене бесмислице су само неке од уочених грешака у Закону, које су се писцу "свиделе" за критиковање на овом саветовању. Такве грешке могу да учине само доносиоци и писци закона, који су или недовољно правно-економски образовани, или су злонамерни. Пошто су грешке кључне, тешко је да се поверује да су доносиоци и законописци били баш толико неуки. Биће да је посреди намера, да се одређена питања у Закону уреде баш на такав начин на који су уређена. То је врло лоше по наше друштво, јер је доказ да се закони пишу у интересу само појединих његових слојева. У овом случају се ради о слоју ималаца крупног капитала. Њему је потребно да се омогући остварење себичних интереса за несметаним укрупњавањем, на штету широке масе ситних улагача, а то му Закон прилично обезбеђује. Било ви лепо, кад би тржиште хартија могло да се развија и да буде срећено са малим бројем великих улагача. Пошто је то немогуће, јер је за развој тржишта нужно учешће широке масе малих улагача, очигледно је да Закон није у интересу његовог развоја и заштите.

У праву се разликују по друштвеном значају две врсте закона. Једни су *споредни*, који се доносе да би се задовољиле тренутне потребе друштва у целини или одређених његових слојева. Тим законима се обично уређује једно уско питање, које се наметнуло у одређеном моменту као значајно за друштво, иако се касније, са историјског становишта, показало као безначајно. Такве законе друштвена пракса брзо изобичајава, ако јој се супротстављају, те се и брзо заборављају, као безначајни. Друга врста су *системски* закони, којим се уређују читаве области друштвених односа, изузетно значајних за одређено друштво и остварење његових општих и трајних интереса. Озбиљна држава такве законе доноси строго водећи рачуна о општим и трајним интересима друштва, како би њима што више учврстила и унапредила себе и друштво које организује. Примери ваљаних системских закона су Јустинијанова кодификација, Душанов законик, француски и немачки грађански и трговачки законици, наш и швајцарски закон о облигационим односима, па и Закон о предузећима. У системске законе би требало да спада и Закон о тржишту хартија, јер уређује целокупно тржиште инвестиција, као паралелно и једнако по значају са робним тржиштем. Тај Закон, међутим, јесте системски само по области коју уређује, док је по садржини и битном одступању од општих и трајних интереса наше средине остао један споредан закон. Отуда ће га пракса веро-

ватно брзо "прегазити", што ће приморати нашу државу да поново доноси нов закон, са битно друкчијим решењима.

Nebojša Jovanović, Ph.D.
Professor Associate, Faculty of Law, Belgrade

The Sense of Nonsenses of the Securities and Other Financial Instrument Act in Connection with the Securities Issues

Summary

This conference paper criticizes the three rules of the Securities and Other Financial Instruments Act from 2002. Those rules are: 1) duty of privatized companies to convert themselves into public companies, 2) facultative public issues of securities for public companies and 3) responsibility based on personal fault for an unlawful issue. The author presents comparative law provisions in the same issues, in order to show that the Act is "lonely" in its solutions. Besides, he warns about possible damages, which enforcement of those rules can make in the economy. His conclusion is that those rules are senseless, created either by the persons who are not enough smart, or by the malicious persons in order to provide business interest of some lobbies, with detriment to the general good.

***Key words**: securities market; public company; securities issue; stock exchange.*