

*Проф. др Зоран Арсић (LL.M. Columbia University)
Правни факултет, Нови Сад*

Одговорност за садржину проспекта

Резиме

Аутор разматра различите правне аспекте одговорности за садржину проспекта (недостатке проспекта, одговорна лица, режим одговорности) при чему указује на могуће правце доградње законске регулативе.

Кључне речи: *проспект, емисија, акције*

Проспект је писани јавни документ који садржи податке који инвеститору омогућавају увид у правни и финансијски положај издаваоца хартија од вредности, у његове пословне могућности и у права и обавезе које произлазе из хартија од вредности, као и друге податке битне за доношење инвестиционе одлуке. Као што се види, циљеви проспекта су да својом садржином обезбеди неопходну транспарентност и могућност инвеститору да донесе независни инвестициону одлуку. Његова одлука се правно изражава кроз једнострани правни акт – упис акција – који представља понуду за закључење уписног уговора. Прихватањем те понуде од стране друштва настаје уписни уговор, као правни основ за настанак субјективних права и обавеза.

Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (у даљем тексту Закон) су утврђене различите санкције због нетачне, или непотпуне садржине проспекта. Пре свега, у чл. 20. предвиђена је одговорност за

штету коју претрпи уписник (инвеститор). Осим одговорности за штету, законом је утврђена и кривична одговорност због нетачне или непотпуне садржине проспекта (чл. 245) при чему је забрањена новчана казна и казна затвора.

У даљим излагањим биће говора о грађанскоправној одговорности за штету услед нетачне, или непотпуне садржине проспекта.

1. Нетачна или непотпуна садржина проспекта

Садржину проспекта (чл. 18) утврђује Комисије за хартије од вредности. У том смислу Комисија је донела Правилник о садржини и форми проспекта и других докумената који се подносе ради дистрибуције хартије од вредности, при чему посебан значај има Прилог И тог правилника.

Објављена садржина проспекта може одступати од прописаног садржаја тако што су објављени подаци нетачни, или је садржина непотпуна. Садржине је нетачна ако садржи чињеничне наводе који нису тачни. Она је неатачна и ако ствара погрешну општу представу, као и ако садржи прогнозе или наводе који нису засновани на чињеницама, или нису у складу са разумном пословном проценом.¹⁾ Садржина је непотпуна ако не одговара захтевима који су у том погледу установљени споменути Правилником. Ипак, треба имати у виду да то важи само начелно. Могуће је, наиме, да, независно од тога што садржи све прописане елементе садржине, проспект ствара погрешну општу представу. У таквим ситуацијама могу бити неопходна додатна објашњења.²⁾ Када је реч о стварању погрешне представе, напомињемо да она није предвиђена у закону, али се спомиње у садржини Правилника о садржини и форми проспекта и других докумената који се подносе ради дистрибуције хартија од вредности (чл. 9. ст. 4.). Није, међутим, свака нетачност или непотпуност садржине проспекта правно релевантна. Да би се могло говорити о одговорности за штету због садржину проспекта, потребно је да недостаци садржаја проспекта буду такви да су утицали на одлуку инвеститора да изврши упис. Ово зато што, према општим правилима о одговорности за штету, мора постојати узрочна веза између радње и наступеле штете. С тим у вези поставља се питање терета доказивања. У упоредном праву су позната решења према којима постоји претпоставка узрочна везе у случају да је стицање хартија од вредности извршено у одређеном року од објављивања проспекта. Ова претпоставка је обориве природе, али и тада терет доказивања је на туженом. Када је домаће право у питању, одговарајућа норма не постоји, због чега се морају применити општа правила према којима тужилац мора доказати узрочну везу.

Захтеви у погледу садржине проспекта – тачност и потпуност – морају бити испуњени у тренутку објављивања проспекта. С тим у вези треба имати у виду постојање допуне проспекта из чл. 26. Закона.

1. Adolff Johannes, Meister Burkhardt, Randell Charles, Stephan Klaus – Dieter, Public Company Takeovers in Germany, München 2002, стр.75-76.
2. Ibidem.

2. Штета

Штета узрокована садржином проспекта настаје тако што уписник закључењем уписног уговора преузима на себе обавезу извршења чинидбе, чија вредност превазилази вредност хартије коју добије. Таква штета, која настане услед нетачне или непотпуне садржине проспекта представља појавни облик чисте економске штете (pure economic loss; reiner vermögensschaden). Ради се правном питању које се оцењује као једно од најважнијих у материји одговорности за штету, посебно деликтној одговорности.

Споран је, пре свега, појам чисте економске штете. У теорији и неким националним законодавствима доминира негативан приступ утврђивању појма чисте економске штете – појмовно одређивање се своди на то шта не представља чисту економску штету. Тако се указује да је чиста економска штета погоршање нечијег укупног економског стања (губитак зараде, смањење вредности имовине итд.), које није директно узроковано телесном повредом, или оштећењем одређене ствари.³⁾ Овакво одређење, и поред недостатака које са собом носи негативно дефинисање, има квалитет који се изражава у могућности разграничења према индиректној штети. Разграничење се заснива на појму "чиста", у смислу "искључиво". До економске штете може доћи и када је она узрокована телесном повредом – оштећени је претрпео штету коју представља губитак зараде, до којег је дошло зато што је претрпео телесну повреду због које није могао да ради. У оваквом случају се не ради о чисто економској штети, него о посредној штети, зато што је она узрокована телесном повредом. С тим у вези се указује да се чиста економска штета и посредна штета не разликују у принципу и по врсти, него по околностима у којима су настале и ограничењима у погледу њихове накнаде.⁴⁾

Као што смо већ указали, проблематика чисте економске штете везује се за деликтну одговорност. Због тога се одговорност за садржину проспекта решава у оквирима уговорне, односно квази уговорне, одговорности, о чему ће доцније бити говора.

Ипак, треба указати да постоји висок степен неизвесности у погледу утврђивања висине штете. Ово зато што тржишна вредност акција није условљена само елементима садржаним у проспекту, него читавим низом других чинилаца.⁵⁾ Не постоје, наиме, утврђени прецизни критеријуми за утврђивање износа штете, као у неким земаљама. Овај проблем постоји у још неким законодавствима и оцењује се као чинилац који обесхрабрује инвеститора да поднесе захтев за накнаду штете.⁶⁾

3. Према: Bussani Mauro, Vernon Valentine Palmer, Pure Economic Loss in Europe, Cambridge 2003, стр. 6.

4. Bussani M., Palmer V.V., op.cit., стр. 8.

5. Bianchi A.C., Rogers A. Catherine, Ventoruzzo Marco, Legal Resources to Protect Shareholders Interest, International Corporate Governance Network, 8th Annual Conference, Milano 18 luglio 2003, стр. 6.

6. На пр. Италија. Ibidem.

С обзиром на стање домаћег права, а у складу са неким моделима познатим у упоредном праву, сматрамо да у погледу утврђивања износа штете треба разликовати две ситуације. Прво, штета се утврђује као разлика између куповне цене по којој је стечена хартија и продајне цене коју је тужилац постигао у случају њене продаје. У обзир се узима куповна цена ако она није већа од емисионе вредности – у супротном се узима у обзир емисиона вредност. Ако тужилац још увек има хартију од вредности, он има право да тражи пуну куповну цену у замену за хартије од вредности које предаје туженом. Узима се у обзир куповна цена, и у овом случају, ако није већа од емисионе цене, а у супротном узима се у обзир емисиона вредност. У сваком случају тужилац има право да тражи и уобичајене трошкове.

3. Општењени

Као потенцијални тужиоци јављају се лица која су прерпела штету стицањем хартија од вредности. Имајући у виду неке моделе познате у упоредном праву, као озбиљан недостатак Закона јавља се одсуство временског ограничења, односно периода у оквиру којег стицање хартија до вредности мора бити извршено.

4. Одговорна лица

Круг лица која су одговорна за штету услед непотпуне или нетачне садржине проспекта, као и природа одговорности је предмет различитих одређења.

Када је природа одговорности у питању постоје три концепта. Према једном схватању ради се о уговорној одговорности. Други концепт се заснива на деликтној одговорности, односно одговорности сличној деликтној одговорности. При томе се одговорност слична деликтној своди на одговорност за поверење, односно *culpa in contrahendo*.⁷⁾

Неспорно је једино да за штету одговара емитент, односно лице које је објавило проспекат, или за кога је проспекат објављен. Независно од тога да је несспорно да то лице треба да одговара за садржину проспекта, споран је основ његове одговорности. И поред тога што постоји уписни уговор између емитента и уписника, чини се да није прихватљив став о уговорној одговорности. Ово зато што се узрок штете налази ван уговора – после његовог закључења емитент није урадио ништа чиме би повредио закључени уговор. Уговорни концепт није прихватљив и зато што уговора и нема када су у питању одговорна лица која нису емитенти. Као прихватљива варијанта се јавља повреда начела савесности и поштења, и предугорна одговорност (*culpa in contrahendo*).

Када се ради о повреди начела савесности и поштења (чл.12 Закона о облигационим односима) треба имати у виду да се принцип примењује и на заснивање

7. Bischoff Kai, Internationale Börsenprospekthaftung, Aktiengesellschaft 9/2002, стр. 491.

уговорних односа. Овај приступ је могућ зато што уписни уговор, мада има корпоративне карактеристике, има и облигационо правне елементе.

Као што се види, решење у погледу одговорности издаваоца проспекта се не тражи на терену деликтне одговорности. Ово зато што је узрок штете настао у тренутку када је већ успостављен "социјални контакт" између емитента и уписника. Тиме се, на теоријском плану, врши разграничење између деликтне одговорности и *culpa in contrahendo*.⁸⁾ Осим тога, на тај начин се елиминишу потешкоће везане за могућност накнаде чисто економске штете по основу деликта. Треба, ипак, напоменути да се заступају и схватања о деликтној одговорности, односно о одговорности сличној деликтној. У том смислу се указује да одговорност за садржину проспекта настаје као повреда обавезе учесника на тржишту капитала у погледу саопштавања информација.⁹⁾

Када се ради о одговорности трећих лица треба указати да није спорна њихова одговорност према издаваоцу проспекта. Уколико он буде обавезан да накнади штету уписнику, издавалац проспекта се може обратити трећем лицу, које је учествовало у изради проспекта (на пр. ревизору), са регресним захтевом. Овај захтев се заснива на уговорном односу који постоји између емитента и трећег. За такве ситуације се, у упоредном праву, везују различите варијанте уговорног ограничења одговорности. Тако на пр. уговор између емитента и ревизора садржи одредбу према којој емитент не мође да дистрибуира ревизорски налаз без писмене сагласности инвеститора са клаузулом ограничења одговорности.¹⁰⁾

У погледу директне одговорности трећих лица, осим емитента, према инвеститору (уписнику) постоје дилеме, од којих неке имају правно политички карактер. Указује се, наиме, да трећа лица, посебно ревизори, не би требало да буду одговорни за штету узоквану садржином проспекта. У том смислу се наглашава постојање тзв. информативне асиметрије. Истиче се да је ревизор, приликом израде свог налаза, у великој мери везан информацијама које добија од предузећа које је предмет налаза. Осим тога, када је ревизорски извештај сачињен и предат наручиоцу, ревизор остаје без икакве контроле над његовом дистрибуцијом и коришћењем. Коначно, указује се да инвеститор није беспомоћан и да може да подвргне провери ревизорски налаз.¹¹⁾ Насупрот томе, истиче се став према којем одитора (и других експерата) и трећег лица може бити квалификован као квази уговорни однос, односно као *culpa in contrahendo*. Експерт сматра да заслужује поверење и позива друге да се ослоне на његове изјаве. Други се понашају сагласно његовим очекивањима и заснивају своје одлуке на експертским информацијама. Тиме су се,

8. Стојановић Драгољуб, Савесност и поштење, Енциклопедија имовинског права и права удруженог рада, књ.III, стр.109-110

9. Bischoff K.op.cit., стр.491

10. Coester Michael, Markesinis Basil, Liability of Financial Experts in German and American Law. An Exercise in Comparative Methodology, American Journal of Comparative Law, Vol.51/2003, стр.305

11. Coester M., Markesinis B., op.cit., стр.295

према том схватању, које нам се чини исправним, стекли класични елементи *culpa in cotrahendo*.¹²⁾ Уговона концепција у овом случају није прихватљива, будући да никакав уговор и не постоји.

У одговору на дилему о директној одговорности других лица која су учествовала у изради проспекта према инвеститору, уносе се и измене у национална законодавства. Измене се врше у општим прописима (на пр, Немачка), или у посебним прописима. Тако је поступљено и у домаћем праву. У чл.20 ст.3 Закона предвиђена је одговорност лица која су учествовала у његовој припреми. Осим издаваоца, наводе се организатор дистрибуције хартија од вредности и ревизор. И поред довољно добре формулације, сматрамо да се ради о примеричном набрајању најважнијих учесника. С тим у вези указујемо да постоје схватања према којима, под одређеним условима, као одговорно лице може да се јави и лице са посебним економским интересом у емисији и које је остварило утицај на садржину проспекта – доминирајући акционар емитента.¹³⁾

Законом је предвиђен и изузетак од одговорности. Изричитом нормом ст.4 чл.20 искључена је одговорност Комисије за хартије од вредности. У упоредном праву постоје дилеме у погледу овог питања. Тако на пр. у иностраној судској пракси (Италија) постоји став према којем одговарајућа институција (Consob) улази у круг одговорних лица. У образложењу пресуде се указује да се она заснива на надзорној функцији и овлашћењима које ова институција има. У одсуству споменуте законске норме слично гледиште би се могло заступати и у погледу Комисије за хартије од вредности. При томе треба посебно имати у виду овлашћења Комисије из чл.21. У коментарима италијанске одлуке истиче се да се ради о одговорности за случај да се ради о суштинским недостацима проспекта и то оним недостацима који су јасни, али да то не значи да инвеститор може да тужи споменути институцију сваки пут када се ослони на нетачну садржину проспекта. Оцењује се да то представља сигнал о већој пажњи коју судство посвећује мањинским акционарима и инвеститорима.¹⁴⁾

5. Одговорност

Законом је предвиђено да одговорна лица одговарају солидарно. На њихову солидарну одговорност се примењују општа правила о солидарној одговорности (чл. 414-424. Закона о облигационим односима).

Одговорно је лице које је знало, или морало знати да су подаци неистинити или непотпуни. С тим у вези поставља се питање терета доказивања. Формулација Закона није довољно јасна, због чега се закључивање мора заснивати на општим прописима. Законом о облигационим односима је предвиђена претпоставка кривце (код деликтне одговорности у чл.154), односно претпоставка одговорности

12. Coester M., Markesinis B., op.cit., стр.289

13. Adloff J., Meister B., Randell Ch., Stephan K., op.cit., стр.75

14. Bianchi A.C., Rogers A. Catherine, Venturuzzo Marco, op.cit., стр.8

(код уговорне одговорности у чл. 263). Зато се, у случају одговорности за садржину проспекта, терет доказивања налази на туженом – да би се ослободио одговорности он мора доказати да није знао нити могао знати да су подаци у проспекту нетачни или непотпуни. У том смисли треба размислити о промени формулације ст.3 чл.20, будући да би супротно решење отежало положај оштећеног и довело у питање ефекте регулативе. Осим тога требало би доградити регулативу и регулисањем кривице. Тужени би требао да докаже и одсуство намере или грубе непажње. У том погледу потребна је посебна регулатива зато што према општим прописима, кривица постоји у случају намере и непажње (чл. 158 Закона о облигационим односима), што обухвата и обичну непажњу, а не само намеру и грубу непажњу. Ово је значајно и због могућности уговорног искључења или ограничења одговорности, о чему ће доцније бити речи. Спорно је да ли се исти стандард пажње може захтевати од свих потенцијално одговорних лица.¹⁵⁾ На ово питање се, начелно, даје негативан одговор. При томе се указује да се емитент тешко може позивати на непознавање сопствених послова. За разлику од тога, сматра се неспорним да се исти степен познавања послова емитента не може очекивати од спонзора емисије. Дилема, с тим у вези, постоји у погледу степена ублажавања стандарда пажње који се примењује на емитената када се ради о другим одговорним лицима.¹⁶⁾

Регулатива би требало да буде допуњена и уношењем посебних основа за ослобођење од одговорности. У том погледу би требало размотрити неколико ситуација. Прву ситуацију би представљао упис који је извршен независно од мана проспекта. Тада нема узрочне везе између нетачности, или непотпуности проспекта и наступеле штете. Друга ситуација настаје када је уписник знао да су подаци у проспекту нетачни или непотпуни. При томе та свест о нетачности или непотпуности проспекта мора постојати најкасније у тренутку уписа. Трећу ситуацију представља јасно извршена исправка нетачности или непотпуности пре извршеног уписа на начин који је Законом утврђен за објављивање релевантних података, односно допуне проспекта. У свим овим посебним случајевима ослобођења од одговорности терет доказивања лежи на туженом.

На застарелост захтева за накнаду штете због нетачности или непотпуности проспекта примењују се општи прописи (чл.360-393 Закона о облигационим односима). Сматрамо да би требало иновирати регулативу посебним прописом о застарелости захтева за накнаду штете, према којем би захтев застаревао у року од годину дана од дана сазнања за нетачност или непотпуност проспекта, али у сваком случају после истека рока од три године од дана објављивања проспекта.

15. Adolf J., Meister B., Randell Ch., Stephan K., op.cit., стр.76

16. Ibidem

6. Уговорно ограничење или искључење одговорности

Регулатива Закона не даје одговор на питање могућности уговорног ограничења или искључења одговорности за нетачност или непотпуност проспекта.

Према општим прописима одговорност се не може унапред искључити за намеру или грубу непажњу (чл. 265 Закона о облигационим односима). Могуће је, дакле, унапред искључити одговорност за обичну непажњу уз могућност поништаја овакве одредбе у закону предвиђеним случајевима. Уговорно искључење одговорности за недостатке садржине проспекта није од значаја ако не би постојала одговорност за обичну непажњу, о чему је било речи у ранијим излагањима.

Према ст. 3 чл. 265 Закона о облигационим односима допуштено је уговорно ограничење одговорности. Поверилац, ипак, има право на пуни износ штете у случају намере или грубе непажње. И у случају ограничења одговорности релевантан је случај обичне непажње.

Имајући у виду излагања која се односе на опште прописе о уговорном искључењу или ограничењу одговорности, сматрамо да би требало унети законску одредбу према којој би био ништав сваки уговор којим би се искључила или ограничила одговорност за непотпуност или нетачност садржине проспекта. Ово не би било неопходно ако не би постојала одговорност за случај обичне непажње.

7. Примена општих правила о одговорности

Будући да је чл.20 установљен посебан режим одговорности за штету насталу због нетачне или непотпуне садржине проспекта, поставље се питање односа према општем режиму уговорне или деликтне одговорности. Потешкоћу у том погледу представља одсуство посебне регулативе, која би била пожељна с обзиром на постојећа решења у упоредном праву. Одсуство посебне регулативе може водити закључку да одговорност из чл. 20 представља посебна пропис и да примена општих правила није допуштена. Насупрот томе, сматрамо да је примена општих правила уговорне и деликтне одговорности није искључена у погледу даљих захтева оштећеног.

8. Сходна примена правила о одговорности за садржину проспекта

У чл. 60 Закона је предвиђена сходна примена правила о одговорности за истинитост и потпуност садржине проспекта за истинитост и потпуност података у следећим ситуацијама: извештају о битном догађајима, годишњем и полугодишњем рачуну, изводу из годишњег рачуна, годишњем извештају о пословању, обавештавању о поседовању акција са правом гласа и извештају учесника на организованом тржишту.

С обзиром на акцијско правне последице посебан значај има обавештавање о поседовању акција са правом гласа. Неизвршавање обавезе обавештавања о посе-

довању акција са правом гласа, осим акцијско правне последице – губитка права гласа – може довести и до грађанско правне одговорности за штету. Замислимо је да буде одржана скупштина, на којој су, приликом одлучивања узети у обзир и гласови акционара који није извршио обавезу обавештавања, због чега може бити поништена скупштинска одлука. Трошкови сазивања нове скупштине представљају штету за друштво, коју оно може да тражи од акционара који није извршио обавезу обавештавања. С тим у вези потребно је, пре свега, указати да акцијско правна санкција наступа независно од кривице.¹⁷⁾ За разлику од тога, одговорност за накнаду штете наступа ако је одговорно лице знало или морало знати да је обавезно да изврши обавештавање, односно да су подаци у обавештењу нетачни или непотпуни. Одговорност за штету наступа, дакле, за случај неизвршења обавезе обавештавања, односно манљивог извршења те обавезе.

Као што се види могуће је да наступи акцијско правна последица, али да се ни су стекли услови за накнаду штете. С тим у вези посебно треба указати на проблем који изазива пасивни контакт са законом утврђеним процентом гласова. То је ситуација када акционар није предузео радњу усмерену на стицање или располагање акцијама, али је због промене висине основног капитала наступила обавеза обавештавања.¹⁸⁾ Тада се, у околностима конкретног случаја, може јавити питање да ли је акционар знао или је морао знати да је наступила обавеза обавештавања. Акционар као тужени може истицати да је на пр. дуже време био одсутан и да није знао нити је могао знати да је наступила његова обавеза обавештавања. Акционар тада треба да докаже да се незнање о наступању обавезе не заснива на намери или грубој непажњи. Спорно остаје, како смо раније указали, питање обичне непажње.

Prof. Dr Zoran Arsić (LL.M Columbia University)
Faculty of Law, Novi Sad

Liability for the Content of Prospect

Summary

The author analyses different legal aspect of liability for the content of prospect (deficiencies of the prospect, responsible persons, liability regime) and proposes possible directions of improving the legal framework.

Key words: *Prospect, Emission, Stocks.*

17. Арсић Зоран, Обавештавање о поседовању акција са правом гласа, Право и привреда 1-4/2004 стр.21-28

18. Ibidem