

др Владимир МАРЈАНСКИ
асистент Правног факултета Универзитета у Новом Саду

НЕДОСТАЦИ ПРОСПЕКТА

Резиме

У овом чланку аутор се бави анализом недостатака (мана) проспекта. Садржина проспекта је манљива кад није усклађена са прописима о његовој поузданости, истинитости и транспарентности. С обзиром на врсту недостатака проспекти може да буде нетачан, непоуздан и обмањујући (криво наводећи). Манјавости проспекта јесте један од основних предуслова за постицање ефикасне одговорности за садржину проспекта. Због тога је неопходно утврдити шта се под њоме подразумева, као и то на основу којих критеријума се одређен проспекти може сматрати нетачним, непоузданим или обмањујућим. Садржина проспекта је нетачна ако проспекти садржи наводе (податке, информације) који нису истинити. Непоузданост проспекта постиже ако недостају информације које су неопходне за доношење одлуке о улагању од стране просечног улагача. Коначно, проспекти може да садржи тачне и све неопходне податке (обавезне и факултативне), али да на основу начина на који су информације у њему изложене и уопште на основу начина на који је обликован ствара погрешну представу о емисији и харџама од вредности које су предмет јавне понуде или уврштења на одређено тржиште. Такав проспекти се сматра обмањујућим (криво наводећим) и он такође може проузроковати штету и одговорност у вези са проспектом.

Кључне речи: проспекти, нетачност проспекта, непоузданост проспекта, недостаци у обликовању проспекта, одговорност за садржину проспекта.

I Појам, значај проспекта и одређење предмета анализе

Прспект је техничко-правни инструмент за остваривање захтева улагачке јавности у погледу информисања на тржишту капитала. У општем грађанскоправном смислу под проспектом се подразумева сваки документ који садржи важне податке за процену у капитална улагања (хартије од вредности, друге финансијске инструменте, уделе, инвестиционе јединице итд.) или који барем побуђује утисак о таквој једној садржини. У ужем смислу тј. смислу који му даје Право тржишта капитала,¹ проспект представља само документе који су таквим именом означени у изворима те гране права. Када је реч о проспекту који се односи на улагање у хартије од вредности, он се обично дефинише као документ који садржи основне податке о емитенту и хартијама од вредности које су предмет јавне понуде или уврштења на регулисано тржиште.

Основна функција проспекта је заштитна. Проспект првенствено служи томе да се заштите интереси потенцијалних улагача. Успостављањем обавезе његовог објављивања у случају упућивања јавне понуде настоји се ублажити тзв. информациона асиметрија која пре обављања трансакције постоји између емитента или понудиоца са једне и улагачке јавности са друге стране. Информациона асиметрија подразумева да једна страна у трансакцији нема довољно информација о предмету трансакције или не зна довољно о другој страни да би донела рационалну инвестициону одлуку.² Главне последице неравнотеже у количини расположивих информација јесу увећање неизвесности (ризика трансакција) и повећање трансакционих трошкова.³ Дакле, проспект служи првенствено томе да се путем информација садржаних у њему потенцијални улагачи боље упознају са предметом трансакције и тако заштите од евентуалног погрешног избора и других негативних последица које изазива информациона асиметрија. Проспект својом садржином треба да обезбеди неопходну транспарентност и могућност улагачима да донесу адекватну инвестициону одлуку.⁴ Емитент при томе има најлакши приступ информацијама које се истовремено тичу већег броја

1 Право тржишта капитала (нем. *das Kapitalmarktrecht*, енг. *Capital Market Law*) представља скуп свих правних правила (начела и правних норми) које служе успостављању и побољшању алокативне, операционалне и институционалне способности функционисања тржишта капитала.

2 Бошко Живковић, „Тржиште акција“, у: Мирко Васиљевић (уредник), *Акционарска друштва, берзе и акције – АБА – специјалистичке студије – Зборник радова*, Београд, 2006, стр. 583.

3 *Ibidem*.

4 Зоран Арсић, „Одговорност за садржину проспекта“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2004, стр. 75.

потенцијалних улагача, тако да трошкови прибављања и приказивања потребних информација најмање терете њега.⁵ То истовремено води смањењу трансакционих трошкова и несметаном обављању правног промета.⁶

Ипак, иако правна регулатива недвосмислено помаже ублажавању проблема информационе асиметрије, један од проблема који и даље остаје односи се на квалитет информација које се објављују. Адресати обавезе објављивања проспекта,⁷ независно од све прецизније и детаљније регулативе која се односи на садржину проспекта, и даље „фризирају“ информације. То је показала и последња криза на глобалном финансијском тржишту. Стога се актуелизује питање одговорности за садржину проспекта.

Питање одговорности за садржину проспекта је веома сложено. Оно истовремено укључује читав низ питања: нетачност, непотпуност проспекта, питање каузалности (узрочне везе између манљиве садржине проспекта и наступеле штете), терет доказивања, лица која могу бити одговорна за проспект (пасивно легитимисана лица), вид њихове одговорности, утицај степена кривице на њихову одговорност (ако одговарају по принципу субјективне одговорности), лица која могу поднети захтев за накнаду штете (активно легитимисана лица), питање обима накнаде штете, застарелости захтева итд.

Предмет овог чланка се ограничава на недостатке (мане) проспекта. Садржина проспекта је манљива кад није усклађена са прописима о његовој потпуности, истинитости и јасности (транспарентности).⁸ С обзиром на врсту мане проспект може да буде нетачан, непотпун и обмањујући (улепшавајући, криво наводећи). Током даљих разматрања ће бити анализиран сваки од ових недостатака посебно, иако постојање једног само по себи не искључује и постојање осталих.

II Нетачност проспекта

Садржина проспекта је нетачна ако проспект садржи наводе (податке, информације) који нису истинити. Када је реч о садржини проспекта, треба рећи да проспект може да садржи *чињенице*, *вредносне*

5 Susanne Kalss, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht – System*, Band I, Wien, 2005, стр. 258.

6 *Ibidem*.

7 Адресати обавезе објављивања проспекта су најчешће емитент, понудилац или лице које подноси захтев за уврштење хартија од вредности на регулисано тржиште (уколико се разликују од емитента).

8 Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 486.

судове и *iproinoze*. Између чињеница, вредносних судова и прогноза се прави разлика, јер њихова евентуална нетачност може да има различит правни значај.

Чињенице су подаци који се објективно могу проверити тј. доказати. Подаци се могу поделити на обавезне и факултативне. Обавезни су они које проспекта мора да садржи на основу императивних законских или подзаконских прописа. Поред тзв. обавезних података, проспекта у конкретном случају може да садржи и неке друге податке који су у њега унети на добровољној бази (факултативни подаци). Независно од тога о којим подацима је реч, сви морају бити исправни. Другим речима, и нетачност факултативних података може да проузрокује евентуалну одговорности за садржину проспекта.

За разлику од чињеница, *вредносни суд* не настаје у стварности него у мисаоном процесу и изражава мишљење које подлеже оцењивању, али не и доказивању. У оквиру добровољно унетих исказа, у проспекта се понекад уносе и вредносни судови који често имају рекламни карактер (нпр. процена садашњег стања предузећа емитента), јер проспекта, поред горе описане заштитне може да има и тзв. „рекламну“ функцију. При томе су евентуална рекламна „преувеличавања“ садржана у проспекту недопуштена ако стварају општи погрешан утисак о емитенту (његовој имовини, приходима, ликвидности итд.) и предмету улагања.⁹

Поред чињеница и вредносних судова, проспекта често садржи и *iproinoze*¹⁰ које се углавном односе на очекивани будући развој предузећа емитента (прогнозе о приходима или губицима, промету, дивидендама и др.), укључујући и будуће планове управе друштва, као и циљеве будућих пословних операција.

Једно од значајних питања је да ли се може одговарати за нетачну садржину проспекта, ако се прогнозе које су дате у њему покажу нетачним? Одговор на ово питање није нимало лак, иако углавном преовладава став да се, по правилу, не може одговарати за прогнозе које се на крају покажу нетачним.¹¹ Уопштено посматрано, прогнозе се по природи ствари могу показати као тачне или нетачне. Прогнозе нису чињенице и по својој природи су непоуздане и непредвидиве. „Еми-

9 О неправилностима у обликовању проспекта тј. такозваном „обмањујућем“ проспекту ће бити више речи у оквиру наслова IV „Недостаци у обликовању проспекта – обмањујући проспекта“.

10 О прогнозама у Праву тржишта капитала видети опширније код Rüdiger Veil, „Prognosen im Kapitalmarktrecht“, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 19/2006, стр. 690–698; Holger Fleischer, „Prognoseberichterstattung im Kapitalmarktrecht und Haftung für fehlerhafte Prognosen“, *Die Aktiengesellschaft*, Heft 1–2/2006, стр. 1–16.

11 Klaus Hopt, Hans-Christoph Voigt, *Prospekt und Kapitalmarkt-informationshaftung*, 1. Auflage, Hamburg, 2005, стр. 52.

тент није пророк и он не може дати гаранцију за дате прогнозе.¹² Стога просечно пажљив улагач не би требало да искључиво или претежно на њима базира своју инвестициону одлуку, иако му оне свакако могу бити од користи приликом формирања такве одлуке. Иако пословне процене не гарантују сигуран резултат, оне могу помоћи приликом вршења разумне процене очекиваног будућег развоја емитента, јер се заснивају на садашњим подацима и очекиваним будућим догађајима.

Ипак, аргумент који говори у прилог томе да се за прогнозе *a priori* не може одговарати, јер је неопходно да садржина проспекта буде истинита у тренутку његовог објављивања, није исправан. Наиме, тачно је да су пројекције усмерене на будући развој предузећа емитента, те да се евентуалне нетачности тих пројекција, по природи ствари, могу показати тек у одређеном ближем или даљем тренутку након објављивања проспекта. Али ако се процене покажу нетачним, то значи да су оне биле нетачне још у тренутку објављивања проспекта, само што се то у том тренутку још није знало. Будући да емитент, у одређеној групи права (нпр. право САД) у коју спада и наше, одговара по принципу објективне одговорности и без обзира на кривицу и чињеницу да ли је знао или морао знати за нетачност садржине проспекта,¹³ незнање га само по себи не може ослободити од одговорности. Каснија повреда обавезе допуне – актуелизације и исправљања проспекта¹⁴ или обавезе *ad hoc* информисања може такође изазвати одговорност, али је то посебно питање.

Поред свега наведеног, треба имати у виду да је у појединим случајевима у упоредној судској пракси ипак успостављена одговорност за нетачну садржину проспекта због прогноза које су се показале нетачним. Не постоји, међутим, јединствен став у погледу тога под којим условима се може успоставити одговорност у том случају. Анализирајући досадашњу судску праксу појединих земаља по овом питању (углавном судску праксу судова Аустрије и СР Немачке) дошли смо до закључка да евентуална тачка везивања са одговорношћу може бити чињеница да се улагач поуздао у прогнозе које су се доцније показале као нетачне, само због тога што није имао довољно других чињеница на основу којих би могао засновати своју одлуку.¹⁵ У супротном, прогнозе које се доцније покажу нетачним не би требале представљати основ евентуалне одго-

12 Н. Fleischer, *нав. чланак*, стр. 8.

13 Видети Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006 (у дањем тексту: ЗТХВ), чл. 27 ст. 6.

14 О томе видети опширније код Владимир Марјански, „Стање нашег права у материји регулација јавне понуде хартија од вредности и проспекта“, *Право и њивреда*, бр. 9–12/2009, стр. 594–596.

15 К. Норт, Н. С. Voigt, *нав. дело*, стр. 52.

ворности за садржину проспекта, јер, како је горе наведено, прогнозе нису чињенице и по својој природи су непоуздане и непредвидиве, те просечно пажљив улагач не би требало искључиво или претежно на њима да базира своју инвестициону одлуку.

У праву САД постоји посебна норма о томе да не постоји одговорност за будуће пројекције, процене и мишљења која су дата у проспекту, уколико она буду изложена тако да се у њима јасно укаже и на евентуалне ризике и несигурности које могу утицати на пословање емитента (енг. *sufficient cautionary statement*).¹⁶ Ако се, међутим, прогнозе изложе без наведених упозорења, а оне се доцније покажу као нетачне, емитент се, по правилу, не може налазити у тзв. сигурној луци (енг. *safe harbour*) и може бити позван на одговорност због нетачне садржине проспекта.

Независно од тога да ли је реч о чињеницама, вредносним судовима или прогнозама, треба истаћи да није свака нетачност правно релевантна. Да би се могло говорити о одговорности за штету због садржине проспекта, потребно је да недостаци садржаја буду битни.¹⁷ Битне могу бити само оне информације које су од суштинског значаја за доношење инвестиционе одлуке – процену вредности емитента и ефеката, и које су већ утицале на смањене њихове вредности. Као општи примери битних нетачности би се могли навести погрешан избор метода процене вредности предузећа емитента или необјављивање значајних података о његовој имовини. Нетачности које нису од суштинског значаја треба прихватити као резидуалне ризике тј. ризике улагања.

Разлика између битних и небитних информација се, међутим, може утврдити само у сваком појединачном случају.¹⁸ Садржински недостаци (нетачности, непотпуности или недостаци у обликовању проспекта) сматрају се битним ако су просечном разумном улагачу од значаја за доношење одлуке о улагању.¹⁹ Дакле, важност информација се не процењује према знању професионалног инвеститора, већ просечног

16 Видети The United States Private Securities Litigation Reform Act of 1995, par. 27a, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737. Оваква норма је у право САД уведена као последица посебне доктрине која је раније створена у судској пракси „*Bespeaks Caution Doctrine*“. Ова доктрина је суштински имплементирана наведеном нормом, иако треба напоменути да она у судској пракси има и нешто шире значење, те да под мање строжим условима од оних који су предвиђени у закону, још увек може довести одговорног за нетачне прогнозе у тзв. „сигурну луку“ у којој је искључена његова одговорност.

17 К. Нопт, Н. С. Voigt, *нав. дело*, стр. 50.

18 К. Нопт, Н. С. Voigt, *нав. дело*, стр. 51.

19 Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung*, Dissertation, Köln – Berlin – Bonn – München, 1985, стр. 319; К. Нопт, Н. С. Voigt, *нав. дело*, стр. 50; Jürgen Ellenberger, *Prospekthaftung im Wertpapierhandel*, 1. Auflage, Walter De Gruyter – Berlin – New York, 2001, стр. 33.

улагача.²⁰ При томе се од просечног улагача не може захтевати да има способност читања и анализе финансијских извештаја (нпр. биланса стања и биланса успеха). Зато се онај који саставља проспекта мора побринути да податке који се добију након анализе биланса и евентуалне ризике улагања посебно искаже у проспекту.²¹

За разлику од упоредног права, наш ЗТХВ не садржи одредбу о томе да нетачност или непотпуност проспекта постоји искључиво ако су неистинити или непотпуни подаци правно релевантни тј. битни за доношење инвестиционе одлуке. Ипак, то не значи да ће одговорно лице код нас одговарати за тзв. „небитне“ нетачности и непотпуности које нису имале утицаја на доношење одлуке и пад вредности ефеката. Ово из разлога што према општим правилима о одговорности мора постојати узрочна веза између радње или пропуста и наступеле штете. У случају „небитних“ неправилности или пропуста та узрочна веза изостаје, па не може бити ни одговорности за штету.²²

Ради лакшег разумевања читаве тематике, а пре излагања о непотпуности проспекта, наводимо познат пример из немачке судске праксе у коме се показало да је садржина проспекта била нетачна и обмањујућа. У познатом случају „*Beton & Monierbau*“²³ у проспекту је економско стање емитента било приказано позитивније него што је оно било у стварности. Уместо ризичне инвестиције у акције акционарског друштва које се налазило на корак од стечаја, створен је утисак да је реч о друштву које има сигурну будућност. То је учињено коришћењем свих расположивих могућности за поправљање биланса и покрићем губитака из средстава резерви друштва. Упркос томе, оба поступка су била тешко видљива или готово неприметна за будуће читаоце проспекта. По-

20 Питање терета доказивања постојања битних недостатака проспекта није на јединствен начин регулисано у упоредном праву. Видети о томе опширније код Владимир Марјански, *Јавна йонуда харџија од вредности*, докторска дисертација, Нови Сад, 2009, стр. 202.

21 Thomas Zynny, *Kapitalmarkigesetz*, 1. Auflage, Wien, 2007, стр. 200.

22 Интересантно је, међутим, овде навести и одредбу из нашег ЗТХВ која регулише кривичну одговорност за случај објављивања проспекта са нетачним или непотпуним подацима. Према чл. 248 ЗТХВ: „Ко у проспекту за издавање хартија од вредности, скраћеном проспекту, у сваком другом облику јавног оглашавања у вези са издавањем и трговином хартијама од вредности, прелиминарном проспекту итд. објављује неистините податке о правном и финансијском положају издаваоца или његовим пословним могућностима и друге неистините чињенице које су релевантне за доношење инвестиционе одлуке, или не објављује потпуне податке о тим чињеницама – казниће се новчаном казном или затвором до три године.“ Дакле, за постојање бића овог кривичног дела неопходно је да неистините чињенице и непотпуни подаци буду релевантни за доношење инвестиционе одлуке.

23 BGH, Urt. V. 12.7.1982.

ред тога, у овом случају је проблематично било и стварање тзв. општег погрешног утиска у јавности, јер је друштво приказано са добром перспективом, тако да се на евентуални лош развој ситуације могло теже посумњати. У стварности је, међутим, постојао ризик од непријатељског преузимања, до кога је на крају и дошло.²⁴ Лоше економско стање емитента, као и постојање ризика од наведене трансакције није на довољно јасан начин било назначено у проспекту и представљало је класичан пример његове нетачне садржине и недостатка у његовом обликовању, због кога је створен општи погрешан утисак о емитенту и акцијама.

III Непотпуност проспекта

Иако се непотпуност проспекта понекад може подвести под појам нетачности (видети горе изнет случај „*Beton & Monierbau*“), она се из практичних разлога најчешће издваја у посебну категорију.²⁵ Непотпуност проспекта постоји ако недостају одређени подаци (информације) који су неопходни за доношење одлуке о улагању од стране просечног инвеститора.

Обавезна садржина тј. круг података који морају бити садржани у проспекту је детаљно уређена позитивним правом. Недостатак неког од тих података може бити узрок за евентуално одбијање одобрења проспекта од стране надлежне власти. Ипак, и проспекат који садржи све податке предвиђене позитивним прописима и чије је објављивање одобрено од стране надлежне власти (код нас Комисије за хартије од вредности), не мора сам по себи бити потпун. Могуће је да неки од података буде битан и изостављен, а да се истовремено не налази на листи података који се према позитивном праву обавезно уносе у проспекат.

Исто као у случају нетачности, потребно је да подаци који недостају буду битни. Они су битни, ако су одлучујући за доношење одлуке о улагању од стране просечног улагача. Да ли су они битни или не, може се утврдити само у сваком конкретном случају. У циљу илустрације тога наводимо два примера из праксе.

Чињеница да је подигнута тужба за побијање одлуке скупштине акционарског друштва обично не мора бити садржана у проспекту.²⁶ Она представља само једну врсту изјаве акционара, која сама по себи нема утицаја на вредност акција акционарског друштва.²⁷ Таква туж-

24 Претходно је дошло до поделе и непријатељског преузимања циљаног дела подељеног друштва.

25 Тако и J. Ellenberger, *нав. дело*, стр. 35, K. Норт, Н. С. Voigt, *нав. дело*, стр. 50.

26 J. Ellenberger, *нав. дело*, стр. 35.

27 *Ibidem*.

ба следствено томе, по правилу, још нема утицаја на вредност акција.²⁸ Ипак, ако је подигнута тужба против одлуке о повећању основног капитала новим улозима уз издавање акција путем јавне понуде, јавност треба бити обавештена о томе да не постоји апсолутна поузданост трајне пуноважности одлуке о повећању основног капитала.²⁹ Ово из разлога што ће у случају евентуалног успеха тужбе њихове акције постати „безвредне“. Уопштено се зато може рећи да је проспекат непотпун ако не садржи на довољно јасан начин упозорење о значајним споровима који се односе на емитента, а који истовремено могу имати утицај на хартије од вредности које он емитије.³⁰

Други пример се тиче специфичности економског интереса емиционе банке у поступку јавне емисије. Наиме, у случају јавне понуде у поступку издавања хартија од вредности, емитент, по правилу, претходно закључује емисиони посао са банком на основу кога она може преузети обавезу јавног пласмана хартија од вредности емитента. У том случају се интереси емитента, емисионе банке (или конзорцијума банака) и улагача размимоилазе. Интерес емисионе банке се обично налази негде између супротстављених интереса емитента и потенцијалних улагача. Будући да је постојање таквог конфликта интереса уобичајено, тако нешто није неопходно навести у проспекту. Ипак, сваки специфичан разлог за постојање конфликта интереса мора бити посебно назначен. Тако је, на пример, неопходно посебно информисати јавност, ако конфликт интереса постоји због тога што емитент намерава да приходе од емисије употреби за враћање кредита који је раније узео од исте емисионе банке. Евентуално изостављање тог податка би представљало узрок непотпуности проспекта, јер је у овом случају економски интерес емисионе банке већи од уобичајеног интереса наплате провизије и евентуалне зараде на разлици између емисионе и продајне цене.

IV Недостаци у обликовању проспекта – „обмањујући“ проспекат

Чак и када проспекат садржи тачне и потпуне податке и даље се може испоставити да је његова садржина манљива, уколико се испостави да је проспекат обмањујући („улепшавајући“, криво наводећи). Обмањујући проспекат може садржати тачне и све неопходне податке

28 *Ibidem*.

29 У погледу овога видети опширније пример познатог случаја из немачке судске праксе који је познат под називом „Elsflechter Werft“. J. Ellenberger, *нав. гело*, стр. 36.

30 Jürgen Kunz, *Die Börsenprospekthaftung nach Umsetzung der EG – Richtlinien in innerstaatliches Recht*, Dissertation, Berlin, 1991, стр. 95.

(обавезне и факултативне), али да на основу начина на који су подаци исказани и уопште на основу начина на који је проспекат обликован ствара погрешну представу о емитенту и хартијама од вредности. Дакле, за исправност проспекта није довољно да све појединачне чињенице буду истините и наведене, већ је нужно и да он као целина не побуђује погрешну представу (утисак) о емитенту и хартијама од вредности.

Обмањујућим проспектом се заправо код улагача ствара погрешан утисак о већој погодности стицања (уписа или куповине).³¹ Већа погодност стицања значи већу исплативост или сигурност тј. мању ризичност улагања у хартије од вредности него што она у стварности јесте. За разлику од непотпуног или нетачног проспекта којима се од улагача скривају чињенице које су неповољне за емитента, криво наводећим проспектом се чињенице улепшавају.³² Начини стварања погрешног утиска код улагача су бројни. То може да се постигне на основу нејасноће уписаних израза, распоредом описаних чињеница, стилем писања, графичком пренаглашеношћу одређених речи, делова и слично.³³

Стога се у упоредном праву обично захтева да проспекат буде обликован на одговарајући начин, тако да буде лако читљив и разумљив са аспекта просечног улагача. Проспекат мора бити јасан (транспарентан).³⁴

Јасноћа података садржаних у проспекту одређује се на основу четири атрибута: *јреїледносїи*, *концизносїи*, *разумљивосїи* и *међусобне усаїлашеносїи* информација садржаних у проспекту.³⁵

Преїледносїи подразумева да укупност података садржаних у проспекту омогућава јасан преглед просечног улагачу.³⁶ *Концизносїи* подразумева да подаци садржани у проспекту на основу сажетих и јасних исказа дају могућност улагачу да донесе реалну процену о могућностима улагања.³⁷ *Разумљивосїи* података садржаних у проспекту значи да је израђен на транспарентан начин, као и да му је садржина разумљива са аспекта просечног улагача.³⁸ Слично изнетом, чл. 5 ст. 1 Директиве ЕУ о проспекту³⁹ предвиђа да информације морају бити презентоване на прегледан и разумљив начин, тако да евентуални недостаци проспекта

31 Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 486.

32 *Ibidem*.

33 *Ibidem*.

34 Видети Правилник о садржини и форми проспекта и других докумената који се подносе ради издавања хартија од вредности, чл. 14 ст. 4.

35 J. Ellenberger, *нав. дело*, стр. 37.

36 J. Ellenberger, *нав. дело*, стр. 37.

37 *Ibidem*.

38 J. Ellenberger, *нав. дело*, стр. 38.

39 Директива број 2003/71/ЕС Европског парламента и Савета од Новембра 2003 о проспекту који се објављује када се хартије од вредности нуде јавности или

буду видљиви просечном улагачу. Поред тога, подаци садржани у проспекту морају бити и међусобно усаглашени (одсуство противуречности). *Међусобна усклађеност* (кохерентност) података садржаних у проспекту значи да ти подаци нису међусобно противуречни.

Контролу форме проспекта, постојања обавезних прилога – докумената који се на основу прописа обавезно подносе уз проспект,⁴⁰ контролу постојања обавезних података, које проспект на основу императивних прописа мора да садржи, као и испитивање јасноће (транспарентности) проспекта, треба да врши надлежна власт. У складу са тим би, према нашем мишљењу, у нашем праву посебном нормом требало успоставити одговорност надлежне власти (Комисије за хартије од вредности) за контролу форме, постојања прилога који се обавезно подносе уз проспект, потпуности (постојање обавезних података)⁴¹ и јасноће (транспарентности) проспекта. Ово из разлога што одобрење проспекта представља афирмативно (потврдно) иступање након завршетка поступка испитивања форме, постојања обавезних прилога, потпуности (постојања обавезних података у складу са прописима) и јасноће проспекта (прегледности, концизности, разумљивости и међусобне усаглашености података садржаних у њему).

Vladimir MARJANSKI, PhD

Assistant at the Faculty of Law University of Novi Sad

DEFECTIVE PROSPECTUS

Summary

This paper deals with the imperfections of the prospectus' content. The content of the prospectus is imperfect if it is not in accordance with the regulations on its completeness, veracity and transparency. In relation to its flaws, prospectuses can be inaccurate, incomplete and deceitful (appealing). Shortcomings of prospectuses happen to be one of the fundamental principles upon which the determination of liability for the content of the prospectus might

уврштавају у трговину на уређеном тржишту и којом се мења Директива број 2001/34/ЕС.

40 Видети ЗТХВ, чл. 28 ст. 1.

41 Према садашњем стању у нашем праву, на основу изричите одредбе члана 27 ст. 8 ЗТХВ Комисија за хартије од вредности не одговара за истинитост и потпуност података наведених у проспекту и скраћеном проспекту.

be invoked. Given that, it is necessary to determine what is meant by those shortcomings and to set forth the criteria for the determination of inaccuracy, incompleteness and form deficiencies in prospectuses (deceitful, appealing prospectuses). The content of the prospectus is inaccurate if it contains false information. It is incomplete if data, necessary for an investment decision by an average investor, are missing. Deceitful prospectus contains accurate and all required data (obligatory and optional), yet due to the manner of data presentation, or deficiencies in prospectus form, this shortcoming leads to the spurious inferences about the issuer or the securities.

Key words: *prospectus, inaccuracy of the prospectus, incompleteness of the prospectus, defects in the prospectus formation, prospectus liability.*