

Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira - Zakon o tržištu vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2003, 24, 113 - 144**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:627709>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-05**

PRAVRI

Pravni fakultet Faculty of Law



Sveučilište u Rijeci
University of Rijeka

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Law](#)
[- Repository University of Rijeka, Faculty of Law](#)

uniri DIGITALNA
KNJIŽNICA


DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

PROSPEKT PRI JAVNOJ I PRIVATNOJ PONUDI VRIJEDNOSNIH PAPIRA - ZAKON O TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA I PRAVCI RAZVOJA U EUROPSKOM PRAVU

Dr. sc. Edita Čulinović Herc, docent
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 347.7.028::061.1EU
347.725:061.1EU
Ur.: 30. listopada 2002.
Pr.: 19. prosinca 2002.
Izvorni znanstveni članak

U radu se obrađuju rješenja usvojena Prijedlogom smjernice EZ-a o prospektu pri javnoj ponudi. Iznose se razlozi koji su motivirali europskog zakonodavca da pristupi izmjeni Smjernice o prospektu pri javnoj ponudi vrijednosnih papira koja je donesena 1989. Rješenja europskog prava de lege lata i de lege ferenda dovode se u vezu s rješenjima hrvatskog prava, koje je nedavno izmijenjeno s donošenjem Zakona o tržištu vrijednosnih papira. U kontekstu hrvatskog prava, posebno se ukazuje na potrebu jasnog razlikovanja situacija u kojima se prospekt ili javni poziv za kupnju vrijednosnih papira izrađuje prema propisima ZTD-a, od onih kada je prospekt potrebno izraditi u skladu s propisima ZTVP. Iznose se kriteriji razgraničenja privatne od javne ponude vrijednosnih papira. Ukazuje se na tendenciju stapanja punog i skraćenog prospekta u hrvatskom pravu. Upozorava se na razlike u poimanju javne ponude u domaćem i europskom pravu, koje se posebice ogledaju u redefiniranju pojma institucionalnog ulagatelja i kriterija ukupne vrijednosti emisije. Iznose se slučajevi iz inozemne sudske prakse u kojoj se tematizira pitanje odgovornosti za neistinit ili nepotpun prospekt. Uspoređuju se situacije u kojima prema europskom i hrvatskom pravu ne postoji dužnost izrade prospekta (izuzeti slučajevi). Ukazuje se na nove tehnološke mogućnosti realizacije dužnosti objave prospekta (web site). Daje se opća ocjena usporedivosti hrvatskih sa europskim propisima, pri čemu se kod pronađenih točaka divergencije posebno ukazuje na pitanja koja se iziskuju temeljitiji zakonodavni zahvat od onih koje se relativno lako može implementirati.

Ključne riječi: *javna ponuda (prospekt), tržište vrijednosnih papira, europsko pravo tržišta vrijednosnih papira, Zakon o tržištu vrijednosnih papira, vrijednosni papiri.*

1. Uvod

Misao vodilja modernog tržišta kapitala je *zaštita ulagatelja*, odnosno zaštita investitora. Ako se se ovo načelo promatra u užem kontekstu, u kontekstu vrijednosnih papira koje izdaju trgovačka (dionička) društva, tada se ovo načelo transponira u zaštitu: s jedne strane dioničara dioničkog društva, a s druge strane vjerovnika tog istog društva, jer se obje kategorije u širem smislu mogu smatrati “ulagateljima”.

Pri tome treba razlikovati dvije dimenzije zaštite ulagatelja. Prva dolazi do izražaja prilikom ulaganja u društvo kada ulagatelju treba omogućiti uvid u sve informacije o dioničkom društvu temeljem kojih on može stvoriti realnu sliku o imovini i obvezama tog društva, gubitku i dobitku, financijskom položaju i perspektivama izdavatelja – dioničkog društva, kao i pravima koja proizlaze iz vrijednosnog papira koji je predmet emisije. Glavni instrument zaštite je *prospekt* – isprava koju je izdavatelj dužan objaviti kada izdaje vrijednosne papire javnom ponudom, odnosno propisi koji određuju koji podaci se u prospektu trebaju navesti, propisi o odgovornosti za istinitost i potpunost tih podataka, propisi o prethodnom odobrenju prospekta od strane nadzornog tijela te oni o načinu njegove objave i distribucije. Temeljem prospekta potencijalni ulagatelj odlučuje hoće li svoj novac uložiti u određeno društvo ili ne. Stoga se sve važne pokazatelje financijskog položaja društva i sposobnosti društva da stječe dobit treba iskazati na način da se svim potencijalnim ulagateljima omogućí istodobni pristup i sadržajna jednakost informacije.

Nakon što svoj kapital uloži u dioničko društvo, do izražaja dolazi druga dimenzija zaštite ulagatelja, iskazana kroz koncept *članskih prava* koja pripadaju svakom dioničaru (među kojima su i manjinska, odnosno individualna prava), kao i propisi o *zaštiti vjerovnika*.

2. Regulatorni okviri

U hrvatskom pravu bilježi se podvojenost pravnih izvora kada su u pitanju propisi o “zaštiti ulagatelja” u vrijednosne papire koje izdaju trgovačka (dionička) društva. Propisi o prospektu nalaze se u Zakonu o tržištu vrijednosnih papira, koji je o nedavno zamijenio Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnih papira i koji je *lex generalis* za vrijednosne papire. Druga komponenta zaštite ulagatelja koji je postao dioničarem ili vjerovnikom društva regulirana je Zakonom o trgovačkim društvima, koji je *lex specialis* za dionička društva, ili statutom dioničkog društva čije je dionice (ili druge vrijednosne papire) ulagatelj stekao.

U europskom pravu u ovoj su oblasti na snazi dvije smjernice:

- *Smjernica EZ-a o prospektu prilikom izdavanja vrijednosnih papira javnom ponudom iz 1989.*¹

¹ Council Directive 89/298/EEC of April 1989 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public.

– *Smjernica EZ-a o prospektu pri uvrštenju vrijednosnog papira na burzu iz 2001., koja je zamijenila istu smjernicu iz 1980.*²

Da je temeljita reforma u europskom pravu tek započela, vidi se iz toga što je u pripremi i nova Smjernica EZ-a o prospektu pri izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom ili njihovu uvrštenju na tržište, koja je za sada u fazi prijedloga, a koja će nakon donošenja izazvati i poplavu provedbenih akata, zbog nove zakonodavne tehnike usvojene u ovoj oblasti.³ Može se primijetiti da je u posljednjih 10 godina u europskom pravu kojim se regulira tržište kapitala to jedan od najznačajnijih pomaka od donošenja tzv. Investment Services Directive.⁴ Govori se o vrlo slaboj integraciji tržišta kapitala,⁵ iako je s uvođenjem eura integracija ušla u novu fazu.

Razlozi reforme europskog prava leže u činjenici da su smjernice iz 1980. i 1989., poznavale sustav parcijalnog i kompleksnog priznavanja prospekata između država članica, što je ideju o *single passport* prospektu totalno relativiziralo. *Single passport* prospekt bio bi takav prospekt koji bi nakon što ga odobri domaće nadležno tijelo postao pogodan za prekograničnu cirkulaciju. Na temelju takvog prospekta trebalo bi biti moguće prikupiti kapital javnom ponudom u bilo kojoj zemlji članici. Zbog toga je europski zakonodavac smatrao potrebnim dograditi taj isti sustav, prilagoditi ga potrebama vremena i sjediniti u jedan jedinstveni propis.⁶

Među radnjama koje su prethodile izradi prijedloga smjernice posebno treba izdvojiti rad *Committee of Wise Men*,⁷ kojeg je imenovalo Vijeće EZ-a. U svom prvom izvješću taj je odbor izvijestio kako ne postoji suglasnost o tome što se smatra javnom ponudom vrijednosnih papira, što ima za posljedicu da se u nekim državama članicama pojedina izdanja smatraju privatnim izdanjem, dok u drugima to nije slučaj. To je prema mišljenju istog odbora obeshrabrilo tvrtke u njihovih nastojanjima da pribave kapital diljem Europe i istodobno usporilo njihov pristup ka velikom likvidnom i integriranom tržištu kapitala.

² Council Directive 80/390/EEC of 17 March coordinating requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing (OJ 1980 L100/1).

³ Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, COM (2001) final – 2001/0117/(COD); posljednja izmjena: COM(2002)460 final.

⁴ Smjernica 93/22/EEC 1993 OJ 1141/27.

⁵ WYMEERSCH, E. *Regulating European Markets: The Harmonization of Securities Regulation in the Europe in the New Trading Environment*, u: FERRAN / GOODHART (eds.) *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, str. 190.

⁶ O ostalim tendencijama u europskom pravu kojim se regulira tržište kapitala vidi kod: HOPT, K. J. *Europäisches Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick*, u: *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrecht*, Mohr Siebeck, 2000, str. 324-327.

⁷ Prvo izvješće prezentirano je 9. 11. 2002. Konačno izvješće prezentirano je 15. 02. 2001. O ostalim važnim segmentima zakonodavne aktivnosti u europskom pravu te posebno o rokovima njihove realizacije vidi kod: O'KEEFFE / CAREY, *Financial Services and Internal Market*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 9-13.

U svom konačnom izvješću taj je isti odbor predložio novu zakonodavnu tehniku reguliranja ove materije, koju je sažeo u tzv. "pristup na četiri nivoa". Prvi nivo obuhvaća izradu općih regulatornih načela (*framework principles*), zatim slijedi nivo u kojem Komisija uz pomoć tog istog odbora usvaja mjere implementacije tehničkog karaktera. Nakon toga slijedi nivo koordinacije i izvršenja. To se u samom prijedlogu smjernice ogleđa na način da se na prvom nivou regulira prospekt, definicija javne ponude, zatim nadležnosti i ovlasti nadležnih tijela te pitanje jezika, dok se svi tehnički detalji i definicije toga što čini detaljni sadržaj prospekta (kao primjerice sadržaj prospekta za svaku specifičnu vrstu financijskog instrumenta, ili pravila o reklamiranju prospekta) reguliraju na drugom nivou.

Kako harmonizacija ovih propisa ne bi predstavljala uzaludan napor ako se europski izdavatelji vrijednosnih papira motre sa stajališta globalnog tržišta kapitala, vodilo se računa o međunarodnim standardima koje je donijela Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (IOSCO) kod javnih ponuda i pri uvrštenju vrijednosnih papira stranih izdavatelja iz 1998.⁸ Primjenu ovih standarda ocijenilo se korisnom s obzirom da će europskim izdavateljima vrijednosnih papira biti time bitno olakšan i pristup na izvaneuropska tržišta kapitala.

Najnovija izmena Prijedloga smjernice uvodi *nova pravila za vrijednosne papire kojima između sebe trguju institucionalni ulagatelji*. Nema potrebe za objavljivanjem prospekta kada se radi o ponudi upućenoj kvalificiranim investitorima (*qualified investors*). Nadalje, ne primjenjuju se pravila o reklamiranju prospekta, a sadržaj prospekta u slučaju zahtijeva za uvrštenjem vrijednosnog papira na uređeno tržište prilagođen je trgovanju kvalificiranih ulagatelja. Naročito nije potrebno izraditi sažetak prospekta. Kako bi se podvukla učinkovita granica između tržišta za profesionalce i tržišta za individualne ulagatelje (*retail investors*), s obzirom da je i jednim i drugima zajamčen pristup burzi, uveden je kriterij ukupne (nominalne) vrijednosti emisije. Prekoračenje te vrijednosti opravdava fleksibilno postupanje prema institucionalnim investitorima jer ono neće ići na štetu individualnih investitora.

Ostvarenje ideje o *single passport* prospektu temelji se na napuštanju sustava međusobnog priznavanja uz istodobno uvođenje jednostavnog sustava notificiranja prospekta. To znači da odobrenje prospekta daje izdavatelju nadležno tijelo u zemlji članici. U slučaju transnacionalne javne ponude, odnosno u slučaju da izdavatelj želi vrijednosni papir uvrstiti na uređeno tržište u drugoj zemlji članici, jednom odobren prospekt prihvaća se u svim zemljama članicama. Novouvedeni sustav notifikacije podrazumijeva da nadležno tijelo zemlje članice u kojoj je prospekt inicijalno odobren notificira nadležno tijelo zemlje članice u kojoj se zahtijeva javna ponuda vrijednosnih papira ili se isti vrijednosni papir želi uvrstiti na uređeno tržište. Nadležno tijelo potonje države članice nema pravo zahtijevati od izdavatelja dodatne informacije.

⁸ *International Disclosure standards for cross-border offering and initial listing by foreign issuers*, Part I, IOSCO, 1998.

Glavna vijest prijedloga smjernice sastoji se u uvođenju sustava registracije prospekta na nivou Zajednice. Na njega se nadovezuje uvođenje nekoliko novih formata prospekta, o odabiru kojeg odlučuju izlagatelji. Novi prospekt može se sastojati od jedne ili više isprava. Prvi dio prospekta naziva se *registration document*, a sadrži podatke o izdavatelju, dok se drugi naziva *securities note*, a sadrži podatke o vrijednosnom papiru. Sažetak ovih dviju isprava nalazi se u *ad hoc summary note*. Ovaj sustav znatno ubrzava postupak odobrenja novih emisija zato jer u jednom odobreni *registration document* prilikom nove emisije samo treba unijeti novine, tako da se ispitivanje prospekta pri novoj emisiji ograničava na *securities note*. U skladu s dužnošću kontinuirane objave podataka, zahtijeva se jednogodišnja obnova registracije kako bi se osigurala dostupnost novih podataka. O kojim se podacima radi, to uređuju drugi propisi europskog zakonodavstva.⁹ Značajnu novost predstavlja uvođenje mogućnosti podnošenja isprava i *by reference*, pod uvjetom da su iste isprave već podnesene i prihvaćene od strane ovlaštenog tijela. Kako bi se olakšalo kruženje različitih isprava koje su sastavnim dijelom prospekta, potiče se i primjena elektroničkih medija (internet). Isto tako kako bi se u što većoj mjeri uklonilo jezične barijere i troškove prevođenja, država članica u kojoj se zahtijeva uvrštenje na uređeno tržište smije, ukoliko je prospekt sastavljen na jeziku koji je uobičajen u financijskoj branši (obično engleski) te ako je prihvaćen od strane ovlaštenog tijela, jedino zahtijevati prijevod sažetka prospekta na svoj službeni jezik.¹⁰

3. Postavljanje problema

Zakon o trgovačkim društvima razlikuje simultano od sukcesivnog osnivanja.¹¹ Pri simultanom osnivanju osnivači dioničkog društva raspoložu cjelokupnim iznosom temeljenog kapitala, dok ga pri sukcesivnom osnivanju namjeravaju prikupiti javnim pozivom (prospektom) za upis dionica. Pristupe li sukcesivnom osnivanju dioničkog društva, osnivači su dužni u javnom pozivu ili prospektu potencijalnim ulagateljima objelodaniti podatke koji su vezani za dioničko društvo, a iz kojih će ulagatelji steći pravu sliku o predmetu svog ulaganja. Kako minimum sadržaja prospekta prema ZTD-u značajno odstupa od ZTVP-a najprije je potrebno utvrditi u kojim će situacijama dioničko društvo moći izraditi prospekt prema manje zahtjevnim kriterijima iz ZTD-a, a u kojima će morati postupiti po ZTVP. Nadalje, s obzirom da ZTVP različito dimenzionira dužnost objelodanivanja podataka u

⁹ Riječ je o Smjernici o podacima koje moraju redovito objavljivati društva čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište (br. 34/2001), kao i ostale smjernice iz oblasti europskog prava društava.

¹⁰ O problemu jezika na kojem treba sastaviti prospekt vidi: SCOTT, H. S. *Internationalisation of primary Public Securities Markets Revisited*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 313.

¹¹ O sukcesivnom osnivanju kao i o javnom pozivu za upis dionica umjesto svih vidi: BARBIĆ, J. *Pravo društava, Društva kapitala*, knjiga druga, Zagreb, 2000., str. 190 i dalje.

prospektu, ovisno o tome radi li se o javnoj ili privatnoj ponudi vrijednosnih papira, potrebno je utvrditi jasnu crtu razgraničenja, kao i imenovati situacije u kojima je zakonodavac zbog nekih razloga oslobodio izdatelja od dužnosti objave prospekta. Nadalje, potrebno je utvrditi da li odabir načina plasiranja vrijednosnih papira na tržište postavlja izdatelju još neka ograničenja (dužnost izdavanja vrijednosnih papira u nematerijaliziranom obliku kod javne ponude, kao i njihova neograničena zamjenjivost pod određenim pretpostavkama). Pokušaj zakonodavca da jasnije redigira propise o odgovornosti za istinitost i potpunost sadržaja prospekta, kao i kontrolnih ovlasti Komisije za vrijednosne papire u postupku njegova ispitivanja, potrebno je također preispitati u svjetlu komparativnih rješenja. Zadatak ovog rada je da sustavno izloži nove propise o prospektu prema zakonskoj sistematici uspoređujući ih pri tom s propisima koji su bili prije na snazi, radi uočavanja razvojnih momenata, te s propisima europskog prava kako bi se ispitala njihova usklađenost.¹²

4. Primjena ZTD-a i neprimjenjivanje ZTVP-a

U čl. 21. ZTVP-a sadržane su odredbe o obvezatnom sadržaju prospekta. Kao što je već ranije navedeno, čl. 196. ZTD-a, koji regulira što treba sadržavati javni poziv za upis dionica pri osnivanju dioničkog društva sadrži manje obvezatnih elemenata. Kolizijsko pravilo sadržano u čl. 33. ZTVP-a propisuje da se odredbe cijele glave zakona u kojoj je reguliran prospekt neće primjenjivati na izdavanje dionica prilikom osnivanja dioničkog društva već su za to mjerodavni propisi ZTD-a.

I na emisije vrijednosnih papira izdanih od Republike Hrvatske i Hrvatske narodne banke ne primjenjuje se glava ZTVP-a koja se odnosi na prospekt.

5. Razgraničenje privatne od javne ponude

Dok ZIPVP nije definirao pojam javne ponude, već ju je identificirao s prospektom, ZTVP definira u čl. 2. javnu ponudu vrijednosnih papira kao poziv na upis vrijednosnih papira upućen neodređenom broju osoba putem sredstava javnog priopćavanja. Bitni elementi te definicije su neodređeni krug izdatelja i sredstva javnog priopćavanja kao medij upućivanja poziva.

¹² Polazna domaća literatura je vrlo oskudna. Vidi ORSAG, S. *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb, 1997. O pravnim značajkama javne ponude, o prospektu i njegovoj pripremi, kao i o uvrštenju na burzu vidi: FILIPOVIĆ, V. *Javna ponuda i uvrštenje na burze hrvatskih dionica*, u: Aktualnosti hrvatskog gospodarstva i pravne prakse, Zagreb, 1998., str. 63-86. O usporedbi Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnih papira sa Smjernicom iz 1989., kao i nekim drugim smjernicama vidi kod: SLAKOPER, Z. *Prospectus, Admission of Shares to Stock Exchange Listing and Publishing of Connected Information in EU Council Directives and Croatian Securities public Placing and Trading Act*, u: Economic System of European Union and Adjustment of the republic of Croatia, 2nd International Conference, Lovran, 1999, str. 504. i dalje.

U europskom pravu Smjernica iz 1989., ne bavi se posebno definicijom javne ponude pa tako čl. 1. propisuje da se smjernica primjenjuje na vrijednosne papire koji se po prvi puta nude javnosti u nekoj državi članici (pod uvjetom da nisu već uvršteni na burzu koja se nalazi u toj državi članici). Naprotiv, prijedlog smjernice iz 2001. definira u čl. 2. (b) javnu ponudu kao “ponudu, poziv ili promotivnu poruku, u bilo kojoj formi, koja je upućena javnosti, a čiji je cilj prodaja ili upis vrijednosnih papira uključujući ponudu vrijednosnih papira putem financijskih posrednika.” Da je pitanje razgraničenja javne od privatne ponude jedno od najvažnijih pitanja pri plasiranju vrijednosnih papira na tržište kapitala, vidljivo je i iz kratke povijesti europskog zakonodavstva. Neusklađenost pojmova na nacionalnoj razini predstavljala je blokadu za izdavatelje koji su kapital namjeravali prikupiti unutar zajedničkog tržišta kapitala.¹³

U hrvatskom pravu ovi su pojmovi temeljito revidirani. Dok je prema ZIPVP-u javna ponuda u načelu implicirala “puni prospekt”, a privatna ponuda “skraćeni prospekt”, prema ZTVP-u prospekt koji se izdaje povodom privatnog izdanja sadržajno se razlikuje od prospekta javnom ponudom samo po opsegu podataka, ali ne i po strukturi kao što je to ranije bio slučaj. Sada se kod prospekta privatnom ponudom podaci o imovini i zaduženosti, financijskom položaju te gubitku i dobitku odnose samo na prethodnu i na tekuću godinu, dok se kod prospekta javnom ponudom referentni podaci prate u posljednje 3 godine kao i u tekućoj godini. To znači da su po strukturi objavljenih podataka prospekt povodom javne i privatne ponude sadržajno izjednačeni, odnosno za privatnu ponudu pooštren je zahtjev za objelodanjivanjem tzv. *disclosure*.

Bitnija razlika između privatnog i javnog plasmana vrijednosnih papira danas se ogleda u činjenici da se pri izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom vrijednosni papiri *moraju* izdati u nematerijaliziranom obliku, što implicira i njihovu neograničenu prenosivost, dok pri izdavanju vrijednosnih papira privatnom ponudom ograničena prenosivost vrijednosnog papira ne mora biti dovedena u pitanje.

6. Prospekt pri javnoj ponudi

6.1. Hrvatsko pravo

Podaci koji ulagatelju moraju omogućiti uvid u sve aspekte njegova ulaganja u vrijednosne papire izdavatelja razvrstani su u tematske skupine, već ovisno i o tome na koji se aspekt odnose, na sam vrijednosni papir koji je predmet izdanja ili na različita pitanja pravnog i financijskog položaja izdavatelja.

¹³ O terminološkim razgraničenjima između javne i privatne ponude, kao i pojmu polujavnog plasiranja vrijednosnih papira (*halböffentlichen Platzierung*) s aspekta njemačkog i švicarskog prava vidi kod: HOPT, K. J. *Emissionsgeschäft und Emissionkonsortien*, u: Festschrift für Alfred Kellermann, Walter de Gruyter, Berlin, 1991, str. 186. i dalje.

Prvom skupinom obuhvaćeni su podaci o vrijednosnim papirima na koje se prospekt odnosi te načinu i uvjetima njihova izdavanja.¹⁴ U odnosu na ZIPVP, u prospektu se sada zahtijeva da izdavatelj naznači namjenu prikupljanja sredstava (javnom ponudom), što prije nije bio slučaj. Dalje, dok je raniji propis zahtijevao točan opis ograničenja glede slobodnog prijenosa vrijednosnih papira, sada je taj podatak otpao jer su svi vrijednosni papiri izdani javnom ponudom zamjenjivi bez ograničenja (čl. 124. st. 3. ZTVP).

Drugom skupinom obuhvaćeni su podaci o izdavatelju vrijednosnih papira.¹⁵ U ovom dijelu osim izmjena terminološko-redakcijske naravi jedina je novost dužnost objelodanjivanja podataka o dioničarima koji imaju više od 5% glasova na skupštini izdavatelja te koliki je taj postotak.

Posebnu skupinu čine podaci o predmetu poslovanja izdavatelja.¹⁶ U odnosu na ZIPVP nema nikakvih izmjena, osim što je unesena dopuna – valja unijeti podatke o čimbenicima rizika. To su rizici kojima je izložen izdavatelj, a mogu imati utjecaja na ostvarenje prava iz vrijednosnih papira kao i utjecaj na cijenu vrijednosnog papira.

Kod podataka o imovini i zaduženosti, financijskom položaju te dobitku i gubitku izdavatelja, s druge strane,¹⁷ ZTVP povećao je transparentnost propisavši da

¹⁴ U te podatke ubrajaju se: naznaka vrste i opis karakteristika vrijednosnih papira, njihov ukupan broj i opis u njima sadržanih prava; dan otvaranja i razdoblje trajanja upisa i uplate; opis načina rasporeda vrijednosnih papira ako ih bude upisano više od količine koja se izdaje; točan naziv, sjedište i adresa agenta izdanja; točan naziv, sjedište i adresa osobe koja garantira ili osoba koje garantiraju za obveze izdavatelja po vrijednosnom papiru; nazivi i adrese institucija preko kojih izdavatelji podmiruju financijske obveze prema vlasnicima vrijednosnih papira; cijena ili način određivanja cijene vrijednosnih papira; postupak izvršavanja prava prvenstva prilikom upisa i uplate i svrhu za koju izdavatelj namjenjuje prikupljena sredstva.

¹⁵ Tvrtka, adresa, datum osnivanja, pravni oblik, naziv suda kod kojega se vodi registar u koji je upisan te matični broj (MBS) broja upisa u takvu registru; iznos upisanog i/ili odobrenog kapitala te uplaćenog kapitala, podrobnosti o vrijednosnim papirima od kojih se sastoji temeljni kapital, kada se radi o dioničkom društvu, a ako temeljni kapital nije u potpunosti uplaćen, iznos neuplaćenog dijela i razloge zbog kojih nije uplaćen, broj zamjenjivih vrijednosnih papira ili prava na upis vrijednosnih papira koji su izdani te uvjete za njihovu konverziju odnosno upis; podatke o vladajućem društvu ako postoji; popis dioničara koji imaju 5% ili više od ukupnog broja glasova na skupštini izdavatelja i postotak glasova koji svakom pripada.

¹⁶ Ti podaci obuhvaćaju opis predmeta poslovanja izdavatelja te eventualne izvanredne okolnosti koje su utjecale ili utječu na obavljanje nekih od tih djelatnosti; ovisnost o tuđim patentima, i licencama ili drugim ugovorima s trećima, kada je to od većeg značenja za poslovanje; podaci o važnijim tekućim investicijama; temeljni podaci o tekućim sudskim ili drugim sporovima ili drugim pravnim postupcima koji mogu značajnije utjecati na financijski položaj izdavatelja; kada su vrijednosni papiri na koje se odnosi prospekt zamjenjivi ili su izdani zajedno s pravima na kupnju ili upis, a izdavatelj vrijednosnih papira na čije stjecanje daju pravo ili u koje se mogu zamijeniti nije izdavatelj vrijednosnih papira na koje se odnosi prospekt, treba navesti i podatke iz ovoga stavka o drugom izdavatelju; čimbenici rizika (čimbenici rizika kojima je izložen izdavatelj, a mogu imati utjecaja na ostvarenje prava iz vrijednosnih papira na koje se odnosi prospekt i na njihovu cijenu na tržištu).

¹⁷ Podaci obuhvaćaju vlastita izvješća, a ako postoje, i konsolidirana financijska izvješća; ako izdavatelj izrađuje samo konsolidirana izvješća, ona moraju biti uključena u prospekt, a ako izdavatelj izrađuje i vlastita i konsolidirana financijska izvješća, obavezan ih je uključiti u prospekt, osim kada

se podaci o tome ne odnose samo na razdoblje od posljednje tri godine kao što je to predviđao ZIPVP, već obuhvaćaju i tekuću godinu zaključno s posljednjim tromjesečjem koje prethodi podnošenju zahtjeva za odobrenje prospekta. Ovakvo je rješenje u potpunosti u skladu s načelom kontinuiranog objelodanjivanja podataka.

U idućoj skupini nalaze se podaci o odgovornim osobama izdavatelja.¹⁸ Prospekt na kraju sadrži i izjavu osoba koje potpisuju prospekt kojom se te osobe očituju o istinitosti i potpunosti podataka sadržanih u prospektu.¹⁹ Podatke o odgovornim osobama izdavatelja ZTVP nije mijenjao, osim što je uveo dužnost objelodanjivanja životopisa odgovornih osoba. Međutim, ZTVP precizirao je tko potpisuje prospekt. Prema novom rješenju *obavezno* to čine odgovorne osobe izdavatelja, a osobe koje su sudjelovale u izradi prospekta ili u pripremi podataka to *moгу* učiniti. Prema ranijem propisu ZIPVP-a izjava o potpunosti i cjelovitosti prospekta osoba koje su sudjelovale u izradi ili pripremi podataka za prospekt bila je nužna, ali nije bilo jasno definirano tko za izdavatelja potpisuje prospekt. Očito je zakonodavac htio naglasiti odgovornost "odgovornih osoba" stavljajući ostale na sporedan kolosijek.

Ako neka od odgovornih osoba odbije potpisati prospekt, svoje odbijanje treba pismeno obrazložiti, a takvo obrazloženje objavljuje se zajedno s prospektom. Ukoliko takvo pismeno obrazloženje izostane, izdavatelj je to dužan naznačiti u prospektu.

Za osobe koje su izdale garanciju za izvršenje obveza po vrijednosnim papirima na koje se prospekt odnosi, prospekt mora i o njima sadržavati podatke kao u čl. 21. st.1. b) ZTVP-a.

6.2. *Europsko pravo de lege lata*

- Smjernica iz 1989. u čl. 11. razvrstava podatke iz prospekta u sljedeće skupine:
- a) podaci o osobama odgovornim za prospekt i njihov izjave o istinitosti i potpunosti;
 - b) podaci o vrijednosnim papirima koji su predmet javne ponude;

izvješće koje nije uključeno ne sadrži bitne dodatne podatke, pri čemu se podaci iz pojedinih izvješća prikazuju na tablicama, što omogućuje usporedbu pojedinih stavaka unutar uzastopnih financijskih godina. Podaci obuhvaćaju i ime ili tvrtku osobe koja je odgovorna za reviziju financijskih izvješća, a ako je ta osoba odbila obaviti reviziju ili je potpisati ili je u reviziju uključila određene ograde, te činjenice moraju biti navedene zajedno s razlozima koji su je naveli da tako postupi.

¹⁸ Navode se imena, prezimena i adrese članova uprave i nadzornog odbora ili drugoga odgovarajućeg tijela izdavatelja te funkcije što ih obnašaju u tim tijelima; ako se prospekt odnosi na dionice, životopisi članova uprave i nadzornog odbora ili drugoga odgovarajućeg tijela izdavatelja i primanja koja ostvaruju od izdavatelja.

¹⁹ Izjava glasi: "Prema našem uvjerenju i u skladu sa svim našim saznanjima i podacima kojima raspolažemo, izjavljujemo da svi podaci iz ovoga prospekta čine cjelovit i, istinit prikaz imovine i obveza, gubitaka i dobitaka; financijskog položaja i poslovanja izdavatelja, prava sadržana u vrijednosnim papirima na koje se odnose te da činjenice koje bi mogle utjecati na potpunost i istinitost ovog prospekta nisu izostavljene."

- c) podaci o izdavatelju;
- d) podaci o predmetu poslovanja izdavatelja;
- e) podaci o imovini i zaduženosti izdavatelja;
- f) podaci o osobama koje upravljaju društvom;
- g) podaci o tekućim poslovnim razvojnim planovima.

Na razmjerno detaljan način razrađeni su podaci unutar svake skupine. Grubom usporedbom teksta ZTVP-a i Smjernice koja je na snazi dade se uočiti da su podaci navedeni unutar skupina u prevladavajućem dijelu identični, a dijelom se razlikuju na način da u ZTVP-u postoje neki podaci koji ne postoje u Smjernici, i obrnuto.

6.3. *Europsko pravo de lege ferenda*

Posluživši se zakonodavnom tehnikom na četiri nivoa oblik i dijelovi prospekta u prospektu regulirani su samom smjernicom, ali se mnogi tehnički i operativni detalji izostavljaju i stavljaju u nadležnost odbora (*comitology*) koji je na drugoj razini (*level 2*). Izdavatelju, prema Prijedlogu smjernice iz 2002. g. stoje na raspolaganju dvije opcije: izdati prospekt kao jedinstvenu ispravu ili kao ispravu od više sastavnih dijelova. Prospekt koji se sastoji od više isprava uključuje: *registracijsku ispravu, securities note i summary note*.

Sadržaj svake od ovih isprava naveden je u aneksima smjernice (I, II, III, IV), pri čemu se prvi aneks odnosi na jedinstveni prospekt. U nadležnosti Komisije je da donese propise u kojima će se profilirati detaljno svaki pojedini podatak koji treba biti u prospektu, prilagođen pojedinoj vrsti vrijednosnog papira ili osobi izdavatelja. Posebne elastične propise valja očekivati u pogledu tzv. malih i srednjih izdavatelja (*small and medium sized companies*). Primjenom ove nove "stepenaste" zakonodavne tehnike ubrzava se donošenje operativnih propisa. Ipak u tom se dijelu zahtijeva usporedivost s *IOSCO International Disclosure Standards* koji vrijede za transnacionalne javne ponude ili uvrštenja. Kako je bez ove vrste provedbenih propisa nezamislivo funkcioniranje prospekta, Komisija EZ-a dužna je uz pomoć *Securities Committee* donijeti te propise, i to u roku od 180 dana nakon stupanja smjernice na snagu.

U pogledu jezika Prijedlog smjernice iz 2002. sadrži pravilo prema kojem je prospekt potrebno izraditi na jeziku koji je prihvaćen od strane nadležnog tijela domicilne države članice.

Registracijska isprava polaže se kod nadležnog tijela, a upis se mora godišnje obnavljati. Pojedini podaci koje treba navesti u prospektu mogu se navesti i upućivanjem na jednu ili više isprava zaprimljenih i objavljenih u skladu sa smjernicom (*by reference*), pod određenim uvjetima. Isto tako u slučaju nove emisije jednom odobrena registracijska isprava više se ne ispituje, već se ispitivanje prospekta ograničava samo na *securities note*.

7. Prospekt pri privatnoj ponudi

7.1. Hrvatsko pravo

U vrijeme ZIPVP-a bio je donesen Pravilnik o sadržaju skraćenog prospekta i o uvjetima izdavanja vrijednosnih papira privatnim izdanjem 1997. (u daljnjem tekstu Pravilnik). Dok je ZIPVP izrijekom stavljen izvan snage čl. 164. ZTVP-a, temeljem njega doneseni provedbeni propisi primjenjivat će se na odgovarajući način dogod Komisija ne donese provedbene propise temeljem novog zakona (čl. 163. st. 2. ZTVP). Stoga se Pravilnik i dalje primjenjuje.

Pravilnik je definirao pojam privatnog izdanja, uvjete izdavanja vrijednosnih papira privatnim izdanjem, slučajeve u kojima se obavezno izrađuje skraćeni prospekt, odnosno slučajeve u kojima se izdavatelj izuzima od obveze izrade skraćenog prospekta. Također su bili regulirani slučajevi u kojima je dopušteno izdati vrijednosni papir bez prethodnog odobrenja. Propisi Pravilnika moći će se primjenjivati supsidijarno u vrlo malom opsegu jer sada sadržajna struktura prospekta privatnom ponudom prati u potpunosti strukturu prospekta pri javnoj ponudi, a ni pojam privatne ponude ne odgovara onome prema Pravilniku.

Privatno izdanje je Pravilnikom bilo definirano kao izdanje u kojem su nakon okončanja razdoblja ponude, a prije početka upisa i uplate, unaprijed bili poznati i određeni ulagatelji te visina njihovih uplata. ZTVP revidirao je pojam privatne ponude označivši u čl. 2. st. 8. privatnu ponudu takvom emisijom vrijednosnih papira pri kojoj je poziv na upis vrijednosnih papira upućen samo institucionalnim ulagateljima ili izdavateljevim dioničarima ili zaposlenicima, te do 20 vanjskih ulagatelja. U odnosu na Pravilnik broj vanjskih ulagatelja prepolovljen je novim zakonskim rješenjem jer je Pravilnik dopuštao i do 40 vanjskih ulagatelja. U pogledu dioničara situacija se ne mijenja jer će postojeći dioničari dioničkog društva upisivati nove dionice u granicama svog prava prvenstva kojeg imaju prema čl. 308. ZTD-a. Međutim u ZTVP-u izostala je odredba prema kojoj se dioničari koji upisuju više od onoga što ima pripada po pravu prvenstva smatraju vanjskim ulagateljima kakvu odredbu Pravilnik poznaje, i koju bi se moglo na odgovarajući način primijeniti. ZTVP kao novu kategoriju adresata privatnog izdanja spominje zaposlenike. Dok su oni prema režimu ZIPVP-a pripadali vanjskim ulagateljima, sada postaju samostalnom kategorijom, a dopušteni broj vanjskih ulagatelja svodi se na 20 osoba.

Broj institucionalnih ulagatelja u privatnoj je ponudi bio i ostao neograničen. No u odnosu na Pravilnik, ZTVP je redefinirao *pojam* institucionalnog ulagatelja. To su: domaći ili strani investicijski fond, mirovinski fond, banka, osiguravajuće društvo te pravna osoba kojoj status institucionalnog ulagatelja odobri Komisija prema čl. 102. st. 3.²⁰ U odnosu na odredbe Pravilnika, ZTVP mijenja pojam institucionalnih

²⁰ Komisija će odobriti takav status ako utvrdi da ta pravna osoba svoja novčana sredstva ulaže u vrijednosne papire radi ostvarenja dobiti temeljem razlike u cijeni ili radi zaštite financijske imovine od tržišnih rizika, te da ima iskustva u ulaganju i trgovanju vrijednosnim papirima.

ulagatelja jer izričito isključuje brokerska društva kojima se priznavalo to svojstvo ako su bila registrirana za trgovinu vrijednosnim papirima u spekulacijske svrhe. Sada se izvan liste može institucionalnim ulagateljem smatrati samo ona pravna osoba kojoj taj status odobri Komisija. Burza, uređena javna tržišta i središnja deponitarna agencija također su *eo ipso* isključene (čl. 102. st. 4. ZTVP).

Vanjskim se ulagateljima prema ZTVP-u smatraju osobe koje nisu ni dioničari ni zaposlenici izdavatelja niti su institucionalni ulagatelji, a mogu biti strane ili domaće fizičke ili pravne osobe.

Dok se prema Pravilniku ponude za kupnju vrijednosnih papira privatnim izdanjem nisu smjele uputiti na više od 300 osoba uključujući i institucionalne ulagatelje, s izuzetkom postojećih dioničara, ZTVP određuje da se poziv može uputiti neograničenom broju institucionalnih ulagatelja, dioničara i zaposlenika te do najviše 20-orici vanjskih ulagatelja.

ZTVP postrožio je režim privatne ponude bitno skrativši rok u kojem upis i uplatu treba realizirati. Umjesto 6 mjeseci (rok predviđen Pravilnikom) sada je rok sveden na 30 dana, koji teče od dana konačnosti rješenja Komisije o odobrenju prospekta (čl. 27. st. 1. ZTVP).

Bitno je različito postavljeno mjerilo uspješnosti upisa. Dok je prema Pravilniku izdavatelj sam određivao mjerilo uspješnosti upisa, koje je moralo biti izraženo u postotku upisanih i uplaćenih vrijednosnih papira, prema ZTVP-u mjerilo uspješnosti upisa kod privatne ponude je upis 90% cjelokupno planiranog izdanja, inače se privatno izdanje smatra neuspjelim. Posljedica neuspjelog upisa je vraćanje uloženog, ali prema ZTVP-u u bitno kraćim rokovima (7 dana od završetka upisa i uplate) nego što je to propisivao Pravilnik.

Obaveza izdavatelja privatnog izdanja da sredstva koja su za vrijeme trajanja ponude prikupljena upisom i uplatom vrijednosnih papira drži na posebnom računu kod banke u kojoj ima pohranjena sredstva za tekuće poslovanje, na isti je način uređena zakonom kao i Pravilnikom. Međutim ZTVP ne propisuje obavezu ulagatelja koji stekne vrijednosne papire putem privatnog izdanja da ne prenosi vrijednosne papire na drugu osobu unutar godine dana od dana stjecanja, kao što je to bilo utvrđeno Pravilnikom. Ovakva je odredba na nerazvijenom tržištu kapitala bila vrlo korisna u vrijeme kada je prospekt pri privatnoj ponudi bio doista "skraćeni" prospekt. Sada kada se puni i skraćeni prospekt ni po čemu ne razlikuju u strukturi informacija, već samo po njihovu opsegu, zakonodavac je stavio izvan snage opću zabranu (otuđenja prije isteka roka od godine dana), ali je ipak obvezao izdavatelja da mora izraditi prospekt pri privatnoj ponudi ako je ona usmjerena samo prema institucionalnim ulagateljima koji misle "izaći" iz te investicije unutar godine dana.

S obzirom da se radi o privatnom plasmanu vrijednosnih papira, izdavatelju je zabranjeno komunicirati s potencijalnim ulagateljima putem sredstava javnog priopćavanja, niti smije objavljivati prospekt (čl. 26. st. 3. ZTVP). Stoga nije jasna odredba čl. 24. st. 2. ZTVP-a koja uređuje objavljivanje prospekta u kojoj se navodi: "Ako se poziv na upis vrijednosnih papira upućuje samo određenim potencijalnim

ulagateljima u slučaju privatne ponude, izdavatelj je obavezan u roku od 15 dana prospekt dostaviti tim potencijalnim ulagateljima i nije ga *obavezan* objaviti.”

Prema Pravilniku skraćeni prospekt je imao podatke razvrstane na isti način iako je sadržajno bio jednostavniji. Ipak sadržavao je podatke o čimbenicima rizika koji predstavljaju prema procjeni izdavatelja najveću prijetnju sigurnom povratu uloženi sredstava te podatke o namjeni korištenja sredstava prikupljenih privatnim izdanjem. Sada su ti podaci obavezni sastojak prospekta koji se izdaje pri javnoj ponudi vrijednosnih papira pa između prospekta javnom i privatnom ponudom nema gotovo nikakvih razlika. Ipak obveza kontinuiranog objelodanjivanja bitno je umanjena jer se financijski pokazatelji izdavatelja podastiru samo za prethodnu i tekuću godinu, kao i za posljednje tromjesečje poslovanja.

7.2. *Europsko pravo de lege lata*

Kako privatna ponuda izlazi iz polja primjene smjernice, pravni režim privatne ponude se smjernicom ne regulira.

7.3. *Europsko pravo de lege ferenda*

Prijedlog smjernice iz 2002. u čl. 2. st. 2. privatnu ponudu definira negativno: privatna ponuda je ono što se ne smatra javnom ponudom.²¹ To je slučaj:

- 1) pri ponudi vrijednosnih papira kvalificiranim ulagateljima;
- 2) pri ponudi vrijednosnih papira upućenoj na manje od 100 fizičkih ili pravnih osoba po zemlji članici, koje se ne smatraju kvalificiranim ulagateljima;
- 3) pri ponudi vrijednosnih papira upućenoj ulagateljima koji stječu vrijednosne papire u ukupnom iznosu od najmanje 50.000 EUR-a po ulagatelju, (pri čemu ponuda mora biti tajna);
- 4) pri ponudi vrijednosnog papira čiji iznos po jedinici iznos najmanje 50.000 EUR-a po vrijednosnom papiru;
- 5) pri ponudi vrijednosnih papira ukupnog iznosa manje od 2.500.000 EUR-a, koji limit će biti obračunat tijekom perioda od 12 mjeseci.

Međutim, dođe li do preprodaje tih istih vrijednosnih papira, takva ponuda opet treba proći test javne ponude. No, transakcije koje se izvršavaju samo temeljem naloga klijenata, bilo na burzi ili izvan nje, neće se smatrati javnom ponudom vrijednosnih papira.

Kako se ponude upućene kvalificiranim ulagateljima u cijelosti izuzimaju iz polja primjene smjernice, ista definira kvalificirane ulagatelje kao pravne osobe ovlaštene da djeluju na financijskom tržištu, uključujući: banke, investicijske tvrtke, osigurateljna društva, investicijske fondove i društva koja njima upravljaju, mirovinske fondove i društva koja njima upravljaju, kao i druge osobe koje nisu ovlaštene da djeluju na financijskom tržištu, ali čiji je osnivački cilj isključivo da investiraju u

²¹ COM (2002) 460 final.

vrijednosne papire. Nacionalne i regionalne vlade, središnje banke međunarodne i naddržavne institucije (kao *World bank* i dr.) također ulaze u ovu kategoriju. Druge pravne osobe, koje se ne smatraju malim ili srednje velikim poduzećem (*small and medium sized companies, SME*)²² također se smatraju kvalificiranim ulagateljima.

Međutim, iznenađuje što čak i fizičke osobe koje izričito zahtijevaju da ih se smatra kvalificiranim ulagateljima, mogu to biti ukoliko zadovoljavaju najmanje 2 (od 3) kriterija.²³

8. Odobrenje prospekta

8.1. Hrvatsko pravo

Prije njegova objavljivanja prospekt mora odobriti Komisija za vrijednosne papire. Tek nakon što je prospekt odobren, može se objaviti, odnosno dostaviti potencijalnim ulagateljima. Kriteriji ispitivanja prospekta od strane Komisije pri odlučivanju o zahtjevu za odobrenje formalnopravne su naravi. Ispituje se:

- sadrži li prospekt sve podatke koje po zakonu mora sadržavati
- te jesu li priloženi svi propisani prilozi.

Komisija ne ispituje istinitost i potpunost podataka navedenih u prospektu, niti zakonitost odluke izdavatelja o izdavanju vrijednosnih papira. Iznimno, Komisija ima ovlast ući i u “meritum” prospekta ako je izvjesno da postoje neke činjenice koje treba navesti u prospektu, a njihovo je postojanje notorno, očito iz samog prospekta ili njegovih priloga, ili je Komisiji inače poznato i o njihovu postojanju raspolaže pouzdanim dokazima. U tom slučaju Komisija treba pozvati podnositelja zahtjeva da dopuni prospekt. Komisija na temelju vlastitog znanja može uočiti nedostatke u navodima o važnim činjenicama, ako je primjerice, pred Komisijom proveden postupak nadzora nad izdavateljem, pa je nakon toga predmet procesuiran pred nadležnim sudovima.

Odobrenjem prospekta Komisija potvrđuje da prospekt sadrži sve podatke utvrđene zakonima i propisima Republike Hrvatske i da može biti objavljen. Odgovornost za istinitost i potpunost informacija koje sadrži prospekt ostaje isključivo na izdavatelju odnosno na osobama navedenima u prospektu.

Komparativna iskustva pokazuju da pitanje odgovornosti tijela koje odobrava prospekt za njegov sadržaj i nije beznačajno. U recentnoj presudi Kasacijskog suda

²² Ovim pojmom označavaju se društva koja prema svojem posljednjem završnom računu ispunjavaju najmanje 2 od 3 kriterija: prosječan broj zaposlenika tijekom posljednje financijske godine manji od 250, ukupna bilanca ne prelazi iznos od 43.000.000 EUR-a i godišnja neto dobit ne prelazi 50.000.000 EUR-a, vidi čl. 2. st. 1. f) Prijedloga smjernice.

²³ Ulagatelj je obavljao transakcije u značajnom opsegu na tržištu vrijednosnih papira s prosječnom učestalošću od 10 po kvartalu više u odnosu na prethodna četiri kvartala; veličina ulagateljevog portfelja prelazi 0,5 milijuna EUR-a; ulagatelj radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje 1 godinu na stručnom položaju koji zahtijeva znanje o ulaganju u vrijednosne papire, vidi čl. 1. st. 3. Prijedloga smjernice.

Italije²⁴ preispitivala se odgovornost *Consoba* (talijanska komisija za vrijednosne papire). U tom predmetu radilo se o ponudi za upis atipičnih vrijednosnih papira u stvari udjela u društvu s ograničenom odgovornošću (Hotel Villaggio Santa Teresa, HVST), koje su plasirane u javnost putem Instituto Fiduciario Lombardo (IFL), a na taj su institut i fiducijarno prenesene. Kako je IFL pao pod stečaj, HVST je otišao u likvidaciju, a pojedini ulagatelji su pred *Tribunale di Milano* pokrenuli parnicu protiv *Consoba* i njegova dva službenika radi naknade štete. Prvostupanjski sud je odbio tužbeni zahtjev, a žalbeni sud je odbio žalbu i potvrdio prvostupanjsku odluku. Predmet se našao pred Kasacijskim sudom koji je ukinuo presudu žalbenog suda.

Ulagatelji su osporavali istinitost prospekta tvrdeći da je temeljni kapital društva u vrijeme njegova plasiranja iznosio samo 20 milijuna lira za razliku od 44 milijarde najavljenih; hotel koji je bio konačni objekt ulaganja bio je vlasništvo jednog društva čiji vlasnički udjeli nisu bili ustupljeni HVST-u (ni društvu koje ih je HVST-u trebalo ustupiti) te da je vrijednost hotela bila daleko ispod od iznosa od 44 milijarde.

Žalbeni sud odbio je navode tužitelja iznoseći pri tom različite argumente: da tadašnje zakonodavstvo prema shvaćanju suda nije dodjeljivalo *Consoba* ovlast provjere istinitosti podataka navedenih u prospektu te da netočnosti iz prospekta nisu bile isključivi uzrok nastanka štete već su to bile okolnosti o kojima u prospektu nije bilo govora, a to je da je kredit cediran na banku kao što je to uobičajeno kada su u pitanju nekretnine.

Vrhovni (kasacijski) sud Italije, opovrgao je shvaćanje apelacijskog suda prema kojem *Consob* nema ovlast provjere istinitosti podataka, priklonivši se pri tom shvaćanjima koje je iznio tužitelj u žalbi. Prema shvaćanju suda, "Consob je imao ovlast izvršiti provjeru potpunosti/istinitosti prospekta jer je njemu zakonom dodijeljena uloga onoga koji garantira da poduzeće postupa legalno, pa mu prema tome pripada i ovlast da zahtijeva podnošenje priloga, provede kontrolu ili istragu, a sve u cilju kako bi utvrdio jesu li podaci, odnosno dostavljene ili objavljene obavijesti potpuni".²⁵

U SR Njemačkoj prospekt javnom ponudom reguliran je *Verkaufsprospektgesetz*-om.²⁶ U pitanju odgovornosti za istinitost i potpunost prospekta zakon

²⁴ *Gatti e altri c. Consob*, Sezione I civile, 3 marzo 2001, n. 3132, Societa, 2001, str. 565. i dalje. Analizu presude te druge presedane vidi kod: Ferrarini, G. *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e self listing*, CEDIF WP 1-2002, www.cedif.org, str. 17. i dalje.

²⁵ loc. cit.

²⁶ Vom 9 September 1998, BGBl I str. 2701., izmijenjen s *Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatz Deutschland* ili *Drittes Finanzmarktförderungsgesetz* vom 24 März 1998, BGBl I, str. 529. Sustavni prikaz instituta prema ranijem propisu: SCHAEFER, F. A. *Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufsprospektgesetz*, ZIP 23-24/91, str. 1557. i dalje. Prikaz rješenja prema propisu na snazi vidi: GRUNDMANN, S. *Das Emissiongeschäft*, u: SCHIMANSKY / BUNTE / LWOWSKI, *Bankrechtshandbuch*, Beck, München, 1997, Band III, § 112, posebno Rn. 46-65, str. 2948-2957.

upućuje na primjenu odredbi *Börsengesetz*-a.²⁷ (Taj se zakon primjenjuje u situacijama kad izdavalj vrijednosnog papira izrađuje prospekt radi uvrštenja vrijednosnog papira na burzu.) Analogno primjenjujući § 44 tog zakona izvodi se zaključak da stjecatelj vrijednosnog papira može, ako je prospekt bio neistinit ili nepotpun zahtijevati, kako od osobe koja je prospekt “izdala” “tako i svake koja iza njega stoji”, da otkupi vrijednosni papir po cijeni po kojoj ga je on stekao ukoliko ta cijena ne prelazi prvu cijenu pri izdanju vrijednosnog papira uključujući i uobičajene troškove povezane s pravnim poslom temeljem kojeg je stjecatelj stekao taj vrijednosni papir, ali pod uvjetom da je taj pravni posao sklopljen unutar 6 mjeseci od dana javne ponude. Radi se o solidarnoj odgovornosti emitenta i osoba “koje iza prospekta stoje”. Kod ovih drugih radi se primjerice o odgovornosti društva majke, kada postoji odgovornost iz prospekta društva kćerke.²⁸ Za emisije koje se ne uklapaju u pojam javne ponude ili za ulaganja koja nisu utjelovljena u obliku vrijednosnog papira, u njemačkoj je sudskoj praksi usvojena građanskopravna odgovornost iz prospekta (*culpa in contrahendo*).²⁹ Neistiniti ili nepotpuni navodi u prospektu moraju biti od bitnog značenja.³⁰ Zahtijeva se kauzalitet između nevaljanog prospekta i kupnje vrijednosnog papira na štetu ulagatelja. Dužnost naknade štete ne postoji ako je imatelj vrijednosnog papira znao za neistinitost ili nepotpunost podataka navedenih u prospektu. Dok se ranije imatelj nije mogao pozvati na odgovornost izdavalj ako je njegovo nepoznavanje nepotpunosti i neistinitosti proizlazilo iz krajnje nepažnje, s izmjenama i dopunama tzv. 3. *Finanzmarkt-förderungsgesetz*a, to više nije slučaj.³¹ Za procjenu odgovornosti emitenta odlučujući su kriteriji je li imatelj znao za netočnost ili nepotpunost prospekta. Pri tom nije isto uzima li se prosječan ulagatelj i s kojom razinom stručnosti: prosječan individualni ili institucionalni. Neki autori naglašavaju da prospekt ne može biti udžbenik iz računovodstva.³² U svakom slučaju bitnima se smatraju povrede prisilnog bilančnog prava, lažiranje godišnjeg izvješća.³³ Što se tiče dijelova prospekta koji se odnose na prognoze, one se smatraju nevaljanima ako

²⁷ Vom 21. Juni 2002 BGBI. I, str. 2010.

²⁸ CLAUSSEN, C. P., *Bank- und Börsenrecht*, Beck, 2. izd. 2000, str. 491.; SCHWARK, *Börsengesetz*, Kommentar, 2. izd. 1994, §45 Rn. 7.

²⁹ O presudama BGH koje utvrđuju okvir građanskopravne odgovornosti iz prospekta vidi: HOPT, K. J. *Kapitalmarktrecht in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes*, u: 50 Jahre Bundesgerichtshof, Band II. Handels- und Wirtschaftsrecht Europäisches und Internationales Recht, München, 2000, str. 527. i tamo citiranu literaturu.

³⁰ CLAUSSEN, C. P. *op. cit.*, str. 489.

³¹ Vidi obrazloženje Savezne vlade SRNJ povodom 3. *Finanzmarktförderungsgesetz*-a, BR- Drucks. 13/8933, Posebni dio, čl. 1. Vidi još: HOPT, K. J. *Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, Börsen-und kapitalmarktrechtliche Überlegungen*, Festschrift für Drobnig, Mohr Siebeck, 1998, str. 546.

³² CLAUSSEN, C. P., *op. cit.*, str. 490.

³³ Umjesto svih vidi CLAUSSEN, C. P., *op. cit.*, str. 492.

počivaju na lažnim činjenicama.³⁴ S druge strane, izdavatelj se ne može osloboditi odgovornosti za podatke koje potječu od trećih osoba, kao što su revizori koji obavljaju reviziju godišnjih financijskih izvješća.

Odluku o zahtjevu za odobrenje prospekta Komisija treba izdavatelju dostaviti u roku od 30 dana od dana podnošenja zahtjeva. Ako Komisija ne donese odluku ili je ne dostavi izdavatelju u navedenom roku, smatra se da je prospekt odobren, i izdavatelj ga ima pravo objaviti.

Dok je ZIPVP blanketno određivao da za istinitost i potpunost informacija sadržanih u prospektu odgovaraju, osim izdavatelja, osobe navedene u prospektu i druge osobe koje su se s prospektom koristile za prikrivanje ili lažno prikazivanje materijalnih činjenica (bez obzira da li su potonje osobe navedene u prospektu ili nisu), ZTVP ističe neograničenu odgovornost izdavatelja za istinitost i potpunost prospekta, kao i osoba za koje se utvrdi da su se prospektom koristile za prikrivanje ili lažno prikazivanje činjenica. Međutim dok ZIPVP sadrži propis prema kojem "osobe koje su navedene u prospektu" odgovaraju na isti način kao izdavatelj, prema čl. 23. st. 2. ZTVP-a odgovornost za potpunost i istinitost prospekta "osoba koje su potpisale prospekt" kreće se unutar granica onoga što su znale ili mogle znati.

8.2. Europsko pravo de lege lata

Smjernica iz 1989. predviđa da se prije svoje objave mora dostaviti nadležnom tijelu svake države članice, ali ne uređuje detaljnije ovlasti tog tijela.

8.3. Europsko pravo de lege ferenda

Prijedlog smjernice iz 2002. jasno određuje da prospekt treba odobriti nadležno tijelo prije nego što se objavi. Rok u kojem nadležno tijelo treba odlučiti uz neke izuzetke je 15 radnih dana, a propuštanje tijela da se izjasni u tom roku tumači se kao odobrenje prospekta (čl. 13/5).

Prijedlog smjernice također precizira mjerodavno pravo po kojem će se prosuđivati je li nadležno tijelo odgovorno za odobrenje (nevaljanog) prospekta. To se pitanje isključivo regulira nacionalnim pravom države članice u kojem djeluje to nadležno tijelo. Država članica može svojim propisima u potpunosti isključiti odgovornost nadležnog tijela za odobrenje nevaljanog prospekta.

U pogledu odgovornosti za podatke navedene prospektom cjelokupna odgovornost je na izdavatelju, odnosno na osobama koje za njega jamče (čl. 6/1). Sve odgovorne osobe izdavatelja moraju biti razgovjetno navedene imenom i funkcijom koju obnašaju, a potrebna je i njihova izjava kojom potvrđuju da su podaci iz prospekta prema njihovom najboljem znanju točni i potpuni. S druge strane, države članice moraju osigurati da odgovorne osobe odgovaraju po kriterijima građanskopravne odgovornosti za štetu. Ipak samo na temelju tzv. sažetka ili njegova prijevoda (*summary*) te osobe ne

³⁴ BGH NJW 1982, str. 2823., 2826.

moгу odgovarati, osim ako taj sažetak navodi na progrešne zaključke (*misleading*) ili je netočan odnosno nije u skladu s ostalim dijelovima prospekta.

9. Izuzeci od obveze izrade prospekta

9.1. Hrvatsko pravo

ZIPVP odnosno temeljem njega donesen Pravilnik oslobađao je u nekim situacijama izdavatelja dužnosti da prospekt podnese na odobrenje Komisiji, a u nekim situacijama nije bilo potrebno ni izraditi tzv. skraćeni prospekt.³⁵ Međutim, bez obzira na to jesu li izdavatelji bili oslobođeni dužnosti izrade ili samo odobravanja prospekta, u svim je slučajevima trebalo izvijestiti Komisiju o izvršenom izdavanju vrijednosnog papira.

ZTVP je objedinio ove izuzetke u jedan režim: ili je izdavatelj obvezan izraditi i na prethodno odobrenje podnijeti prospekt ili je te obveze oslobođen. Izdavatelj nije dužan izraditi prospekt u sljedećim situacijama (izuzeci se u cijelosti odnose na izdavanje dionica):

- pri povećanju temeljnog kapitala pretvorbom kapitalne dobiti, rezervi i zadržane dobiti u temeljni kapital društva;
- pri povećanju temeljnog kapitala radi provedbe pripajanja društava;
- pri povećanju temeljnog kapitala kada sve dionice upiše i uplati dioničar koji ima više od 75% glasačkih prava u glavnoj skupštini izdavatelja;
- pri preoblikovanju društva u dioničko društvo;
- pri povećanju temeljnog kapitala u kojem sudjeluju samo institucionalni ulagatelji;
- pri pretvaranju zamjenjivih obveznica u dionice, pod uvjetom da je pri izdavanju zamjenjivih obveznica izrađen i objavljen ili ulagateljima dostavljen prospekt;
- pri povećanju temeljnog kapitala unosom prava – potraživanja u novcu.

³⁵ Prema Pravilniku dužnost izrade prospekta (i njegovo prethodno odobravanje) vezivalo se između ostalog za novčanu vrijednost cjelokupne emisije, pa ako je ukupan iznos privatnog izdanja prelazio iznos od 2.000.000 kn, tada je trebalo izraditi i Komisiji na odobrenje podnijeti skraćeni prospekt (čl. 26. st. 1. Pravilnika). Ako se pak radilo o izdanju čija se vrijednost kreće između 200.000 kn do 2.000.000 kn, tada je izdavatelj bio dužan izraditi, ali ne zahtijevati prethodno odobrenje prospekta. U nekim je slučajevima izdavatelj bio apsolutno oslobođen obveze izrade i odobrenja skraćenog prospekta (čl. 27. st. 1. t. 1-3. Pravilnika):

- pri izdanju nove serije dionica temeljem odluke o povećanju temeljnog kapitala pretvorbom kapitalne dobiti, rezervi i zadržane dobiti u temeljni kapital društva;
- pri povećanju kapitala i izdavanju dionica privatnim izdanjem, ali samo radi ulaganja potraživanja u novcu koja ulagateljima pripadaju prema izdavatelju, tako da svi ulagatelji sudjeluju isključivo ulaganjem potraživanja u novcu koja imaju prema ulagatelju;
- te ako su se dionice izdavale privatnim izdanjem tako da su u tome sudjelovala najviše dva institucionalna ulagatelja a niti jedan vanjski ulagatelj.

Izostao je kriterij vrijednosti cjelokupnog izdanja kao mjerilo treba li izraditi prospekt.

ZTVP poznaje i izuzetak od izuzetka, o čemu je već bilo govora. Naime, Pravilnikom je bilo zabranjeno svim ulagateljima koji su stekli vrijednosne papire putem privatnog izdanja da ih prenose na drugu fizičku ili pravnu osobu u roku od godine dana od dana stjecanja (osim ako se radi o prijenosu na samog izdavatelja odnosno o prijenosu po sili zakona). Sada je ta opća zabrana redefiniрана. ZTVP u čl. 32. st. 4. predviđa, ako se radi o privatnom izdanju kod kojeg se poziv za upis vrijednosnih papira upućuje *samo* institucionalnim ulagateljima, a oni imaju namjeru da ih otuđe prije isteka godine, dana osobama koji nisu institucionalni ulagatelji, tada se izdavatelj vrijednosnih papira ne može osloboditi obveze izrade prospekta. Štoviše izdavatelj mora podnijeti zahtjev Komisiji za odobrenje prospekta prije nego što institucionalni ulagatelj počne vrijednosne papire nuditi na prodaju.

Kao što je već navedeno, na izdanja vrijednosnih papira čiji su izdavatelji RH i Hrvatska narodna banka uopće se ne primjenjuju odredbe o prospektu (čl. 33. ZTVP), a pri izdavanju kratkoročnih vrijednosnih papira ne predviđa se dužnost izrade prospekta, već izdavatelju prileži jedino dužnost obavješćavanja Komisije (čl. 28. st. 3. ZTVP).

9.2. *Europsko pravo de lege lata*

Smjernica iz 1989. iz svog polja primjene isključuje određene emisije vrijednosnih papira. Ti su slučajevi navedeni u čl. 2. u st. 1. i 2. U čl. 2. st. 1.a-d) od primjene Smjernice izuzimaju se određene ponude vrijednosnih papira a u čl. 2 a-l) od primjene se izuzimaju određene vrste vrijednosnih papira.

Prvom skupinom su obuhvaćene ponude vrijednosnih papira:

- a) osobama u okviru njihovog poslovanja profesije ili zanimanja;
- b) ponude vrijednosnih papira ograničenom krugu osoba;
- c) ponude kod kojih (prodajna) vrijednost cjelokupne emisije emisije ne prelazi 40 000 ECU-a;
- d) kada se vrijednosni papiri mogu kupiti za protuvrijednost koja najmanje iznosi 40 000 ECU-a po svakom ulagatelju.

Drugom skupinom se od primjene izuzimaju određene vrste vrijednosnih papira:

- a) vrijednosni papiri pojedinačne nominalne vrijednosti najmanje 40.000 ECU-a;
- b) udjeli u otvorenim investicijskim fondovima;
- c) vrijednosni papiri koje izdaje država ili kakvo paradržavno (regionalno ili lokalno) tijelo;
- d) vrijednosni papiri koji se izdaju prilikom preuzimanja;
- e) vrijednosni papiri koji se izdaju prilikom spajanja ili pripajanja;
- f) dionice koje su dioničarima ustupljene bez naknade;

- g) dionice ili vrijednosne papire koji su s njima izjednačeni ponuđene u zamjenu za dionice u istom dioničkom društvu ako ponuda tih novo izdanih vrijednosnih papira ne dovodi do povećanja temeljnog kapitala društva;
- h) dionice koje poslodavac i s njime povezano društvo ponuđene bivšim ili sadašnjim zaposlenicima;
- i) na dionice koje su nastale konverzijom iz zamjenjivih obveznica, pod uvjetom da je pri izdavanju zamjenjivih obveznica izrađen i objavljen ili ulagateljima dostavljen prospekt;
- j) vrijednosni papiri koje su izdale neprofitne organizacije priznate od domicilne države članice;
- k) vrijednosni papiri koji njihovom vlasniku pribavljaju pravo da se koristi uslugama tijela koja daju povoljne namjenske kredite (*“credits populaires”* *“Genossenschaftsbanken”* *“building societies”*), ili postaju članovima tih tijela;
- l) vrijednosni papiri koji se nazivaju *euro-securities*.³⁶

9.3. *Europsko pravo de lege ferenda*

Prijedlog Smjernice iz 2002., uvodi red u ovo područje prije svega zahvaljujući tome što konciznije definira pojam javne ponude. Ovaj harmonizacijski napor bio je potreban kako bi se izbjegle pravne praznine i osigurao jedinstveni tretman ulagatelja iz cijele EU. Kao rezultat ovih napora bilo je potrebno uvesti i jedinstveni sustav izuzetih slučajeva (u kojima ne postoji dužnost objave prospekta) kako bi se onemogućilo da države članice odlučuju hoće li ili neće izuzete slučajeve inkorporirati u svoje pravo. Stoga su izuzeti slučajevi prema smjernici iz 1989., revidirani na način da su grupirani u dvije skupine. Prvom su skupinom obuhvaćene situacije u kojima se određene vrste vrijednosnih papira nude za zamjenu za već postojeće vrijednosne papire ili se odnose na posebne operacije za koje su ekvivalentni podaci već bili dostupni javnosti ili dioničarima. Druga skupina izuzetaka tiče se uvrštenja vrijednosnih papira na regulirano tržište kada se radi o specifičnim transakcijama za koje nisu potrebne posebne informacije da bi se osiguralo zaštitu investitora.

³⁶ Smjernica daje definiciju tog pojma u čl. 3 (f). To su vrijednosni papiri koji moraju biti distribuirani putem (najmanje dvaju) sindiciranih članova koji imaju sjedište u različitim državama članicama a isti se vrijednosni papiri moraju u većoj mjeri nuditi u jednoj ili više država članica različitoj od one u kojoj izdavatelj ima sjedište, a inicijalno se moraju nuditi odnosno upisivati samo putem kreditnih ili drugih financijskih institucija.

10. Objavljivanje prospekta

10.1. Hrvatsko pravo

Prospekt se mora objaviti kao umetak u jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju u Republici Hrvatskoj ili u obliku brošure koja je bez naplate dostupna na teritoriju Republike Hrvatske. U tom slučaju u tisku mora biti objavljena informacija gdje se navedena brošura može osobno podignuti i način na koji se može besplatno naručiti poštom. ZTVP više ne predviđa objavljivanje u "Narodnim novinama". Kod javne ponude prospekt mora biti dostupan ulagateljima u sjedištu izdavatelja kao i na mjestima gdje se dionice upisuju.

U slučaju privatne ponude prospekt treba u roku od 15 dana dostaviti izravno potencijalnim ulagateljima. Iako zakonodavac propisuje da ne postoji dužnost objave prospekta kod privatnog izdanja, štoviše takvo što bilo bi nespojivo s privatnom ponudom s obzirom da izdavatelj ne smije uopće komunicirati s eventualnim ulagateljima putem sredstava javnog priopćavanja.

10.2. Europsko pravo de lege lata

Smjernica iz 1989. u čl. 15. propisuje da se prospekt mora objaviti ili učiniti dostupnim javnosti u skladu s nacionalnim pravom države članice. Pored toga mora biti objavljen najkasnije istovremeno s javnom ponudom. Reklame, poster i druge isprave koje najavljuju javnu ponudu moraju se također prethodno odobriti.

10.3. Europsko pravo de lege ferenda

Propisi o objavljivanju prospekta prema Prijedlogu smjernice iz 2002. temeljito su osuvremenjeni. Dopušta se primjena modernih sredstava komunikacije, uz ona konvencionalna. Posebnu novost predstavlja da izdavatelj može prospekt objaviti na svom *web site*-u.

Bez obzira na odabir načina na koji će se prospekt objaviti nadležno tijelo treba prospekt učiniti dostupnim i na svom *web siteu*, ili putem *linka* na *web site* izdavatelja.

Ukoliko se prospekt učini dostupnim javnosti u elektroničkom obliku, ispis se na zahtjev ulagatelja treba besplatno dostaviti.

Prijedlog Smjernice sadrži i propise o oglašavanju prospekta. Prema ranijoj verziji smjernice bilo je propisano da i reklamni materijal koji se odnosi na prospekt treba odobriti nadležno tijelo. Prema novom uređenju detaljna pravila oko zajedničke implementacije i zaštite ulagatelja namjeravaju se donijeti po postupku za koji se uvriježio izraz komitologija - drugi nivo zakonodavne procedure (*level 2*).

11. Dopune prospekta

11.1. Hrvatsko pravo

Objelodanjivanje podataka koji se nalaze u prospektu je kontinuirana obveza za izdavatelja. Ako u vremenu od odobrenja prospekta do isteka roka za upis vrijednosnih papira nastanu činjenice koje se moraju navesti u prospektu, te činjenice treba navesti u dopuni prospekta. Takvu dopunu također treba odobriti Komisija, s time da o tom zahtjevu Komisija treba odlučiti unutar tri radna dana, a ako ne odluči o zahtjevu, presumira se da je pozitivno riješen. Nakon toga izdavatelj treba dopunu prospekta objaviti.

11.2. Europsko pravo de lege lata i de lege ferenda

O ovom pitanju nije se postojeće europsko pravo ni u čemu izmijenilo. Nove činjenice ili netočni podaci iz prospekta koji bi mogli utjecati na procjenu vrijednosnih papira, a nastanu između perioda objavljivanja prospekta (de lege ferenda: odobrenja prospekta) i okončanja javne ponude, moraju se objaviti u dodatku prospekta koji također treba biti prethodno odobren.

12. Izdavanje vrijednosnih papira u inozemstvu i od strane inozemnog izdavatelja

a) inozemni izdavatelji koji izdaju vrijednosne papire u RH

ZTVP regulira položaj inozemnog izdavatelja koji želi izdati vrijednosne papire javnom ponudom u RH, kao i položaj domaćih izdavatelja koji na inozemnim tržištima vrijednosnih papira namjeravaju izdati vrijednosne papire.

Inozemni izdavatelj može izdavati vrijednosne papire u Republici Hrvatskoj javnom ponudom samo posredstvom ovlaštenog društva koje je angažirao za obavljanje poslova agenta ili pokrovitelja izdanja. To ovlašteno društvo podnosi u ime izdavatelja zahtjev za odobrenje prospekta izdanja vrijednosnih papira inozemnog izdavatelja. Značenje ovlaštenog društva je u njegovoj solidarnoj odgovornosti za istinitost i potpunost prospekta, stoga je obvezatan prilog zahtjevu za odobrenje prospekta i ugovor između inozemnog izdavatelja i ovlaštenog društva o obavljanju poslova agenta ili pokrovitelja izdanja.

Nije jasno mogu li inozemni izdavatelji nuditi vrijednosne papire u RH privatnom ponudom. S tim u vezi, s obzirom da je pojam javne ponude u europskom pravu vezan za određene vrijednosti cjelokupnog izdanja, moguće je da prema europskom pravu izdavatelj nije uopće u obvezi izraditi prospekt, a da je po našem pravu to potrebno.

Inozemne izdavatelje vrijednosnih papira nastoji se potaknuti na objavljivanje javne ponude u RH pa se zbog toga na njih primjenjuju stroga pravila o prospektu na znatno elastičniji način. Zakonodavac je išao in favorem europskih izdavatelja kao i onih koji imaju sjedište u zemljama članicama Svjetske trgovinske organizacije.

Ipak otvaranje vrata inozemnim izdavateljima vrijednosnih papira trpi određene redakcijske propuste.

Prema čl. 30. st. 3. Komisiji pripada ovlast da odobri objavljivanje prospekta inozemnog izdavatelja i kada zahtjevu nisu priloženi svi propisani prilozi ili navedeni svi propisani podaci. U nastavku zakonodavac opisuje dvije takve situacije čija se crta razgraničenja ne može valjano odrediti.

Prema prvoj, ako po propisima zemlje izdavatelja *takve priloge ili podatke nije moguće pribaviti*, a Komisija ocijeni da to neće potencijalnom ulagatelju umanjiti mogućnost objektivne procjene izglednosti i rizika potencijalnih ulagatelja, Komisija je ovlaštena odobriti i takav prospekt. Situacija je jasna ako se, primjerice, radi o podatku imena članova nadzornog odbora u situaciji da pravo po kojem je odnosni izdavatelj (dioničko društvo) osnovano ne predviđa postojanje nadzornog odbora kao tijela dioničkog društva. Međutim, sasvim je različit slučaj ako pravo po kojem je dioničko društvo osnovano ne zahtijeva toliki stupanj transparentnosti podataka o društvu.

Druga situacija u kojoj je Komisija ovlaštena postupiti na identičan način jest slučaj u kojem se po *propisima države članice Europske unije u kojoj izdavatelj vrijednosnih papira ima sjedište, takvi prilozi i podaci nisu potrebni za odobrenje objavljivanja prospekta, pod uvjetom uzajamnosti koji se pretpostavlja*. Uzevši u obzir da je materija izdavanja vrijednosnih papira javnom ponudom i njihovo uvrštenje na burzu razmjerno harmonizirana u europskom pravu, "predmnijevana uzajamnost" zapravo je izraz naklonosti prema europskim izdavateljima vrijednosnih papira uz predmnijevanje visokih standarda zaštite ulagatelja. Međutim, u nastavku iste odredbe propisano je da se uvjet uzajamnosti ne primjenjuje na inozemnog izdavatelja koji ima sjedište u zemlji članici Svjetske trgovinske organizacije. Razlog uvođenja ove odredbe proizlazi iz obveza koje RH ima od pristupanja WTO-u, jedna od kojih je ukidanje uvjeta uzajamnosti prema ostalim članicama. Međutim, kako su sve države članice EZ te sama EZ članice WTO-a,³⁷ izlišna je takva podvojena kategorizacija.

"Posebnost" položaja izdavatelja koji dolaze iz europskog kruga dolazi do izražaja u odredbi kojom, iznimno, inozemnom izdavatelju koji vrijednosne papire izdaje javnom ponudom istodobno u Republici Hrvatskoj i u državi članici Europske unije, Komisija može odobriti objavljivanje prospekta čije je objavljivanje u toj državi članici Europske unije već odobrio nadležni organ te države uvjetujući odobrenje dopunom prospekta pojedinim podacima koji se odnose na obvezne sastojke prospekta. Ova odredba replicira Smjernicu o izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom jer se čitav koncept europskog prava temelji na harmonizaciji i međusobnom priznanju.

³⁷ Vidi www.wto.org

b) domaći izdavatelji koji izdaju vrijednosne papire u inozemstvu

Domaći izdavatelj koji na stranom tržištu namjerava izdati vrijednosne papire dužan je prethodno Komisiji dostaviti obavijest o karakteristikama namjeravanog izdanja vrijednosnih papira. Obavijest mora sadržavati podatke o vrijednosnim papirima na koje se odnosi prospekt te podatke o izdavatelju. Nakon isteka roka od 8 dana od roka upisa i uplate vrijednosnih papira, koje izdaje isključivo izvan Republike Hrvatske, izdavatelj je obavezan dostaviti Komisiji podatke o broju upisanih i uplaćenih vrijednosnih papira.

13. Upis i uplata vrijednosnih papira

13.1. Hrvatsko pravo

Prema ZIPVP nije bilo određeno koliko traje razdoblje u kojem su otvoreni upis i uplata vrijednosnih papira. Zatim je Pravilnikom to razdoblje fiksirano kada je u pitanju privatna ponuda na koju se Pravilnik i primijenjuje (6 mjeseci). Zakonodavac je u ZTVP unio značajne izmjene, određivši da je upis i uplatu vrijednosnog papira temeljem javne ponude potrebno realizirati unutar 3 mjeseca, a kod privatne ponude unutar 30 dana od dana konačnosti rješenja kojim Komisija odobrava prospekt. Svi upisi, odnosno uplate realizirane nakon toga roka smatraju se ništavima.

Osim toga u tekst ZTVP-a inkorporirane su u većoj mjeri odredbe Pravilnika, posebice ona o dužnosti izdavatelja da polaže sredstva ostvarena upisom i uplatom vrijednosnih papira na poseban račun kod banke kod koje ima račun za obavljanje tekućeg poslovanja, a da tim sredstvima ne smije raspolagati u razdoblju uplate.

Kao što je već navedeno, iz Pravilnika su preuzete i odredbe o mjerilu uspješnosti upisa. Međutim, dok je prema Pravilniku kriterij uspješnosti upisa trebao odrediti sam izdavatelj, sada to mjerilo propisuje zakon. Barem 75% vrijednosnih papira treba biti upisano temeljem javne ponude da bi se ona smatrala uspješnom, odnosno barem 90% vrijednosnih papira kada je u pitanju privatna ponuda. Ako se ne postigne taj prag, izdavatelj ne može izdati vrijednosne papire i dužan je u roku od 7 dana vratiti ulagateljima uplaćene uloge. U odnosu na Pravilnik zakonodavac je u ZTVP-u prepolovio rok u kojem treba vratiti uloženo.

Nakon isteka razdoblja predviđenog za upis i uplatu izdavatelj je dužan Komisiji podnijeti izvješće o provedenom upisu i uplati, koji osim postotka i broja upisanih vrijednosnih papira treba sadržavati i podatke o osobama – ulagateljima.

13.2. Europsko pravo

S obzirom da se radi o propisima operativnog značaja, ova pitanja nisu bila predmetom smjernica.

14. Dužnost uvrštenja vrijednosnih papira izdanih javnom ponudom na burzu ili javno tržište

Sadržajni novum predstavlja odredba čl. 29 ZTVP-a. Prema tom propisu izdavalatelj je dužan vrijednosne papire izdati u obliku nematerijaliziranih vrijednosnih papira te ih uvrstiti u kotaciju burze ili uređenog javnog tržišta u roku od mjesec dana od dana izdanja vrijednosnih papira. Kao što se to ističe uz čl. 29. Objašnjenja uz ZTVP: Cilj je ove odredbe osigurati maksimalnu zaštitu ulagateljima koji upisuju vrijednosne papire na temelju javnog poziva. Jedan od dva glavna objekta zaštite ovog Zakona je investicijska [ulagateljska] javnost, a pretpostavka je da javnost ulaže u vrijednosne papire u špekulativne svrhe, sa ciljem da u relativno kratkom roku “izađe” iz investicije prodajom vrijednosnog papira. Zbog toga se izdavalatelju koji vrijednosne papire izdaje javnim pozivom, kao protuteža koristima koje može ostvariti javnim izdavanjem vrijednosnih papira, nameće obveza uvrštenja vrijednosnih papira na burzu i njihovog evidentiranja u registru koji vodi nezavisna javno nadzirana institucija (središnja depozitarna agencija), kako bi ulagateljima osigurao najpovoljnije uvjete za “izlazak” iz investicije.

Činjenica je da se za uvrštenje na burzu ili uređeno javno tržište može zahtijevati ispunjenje dodatnih uvjeta, što može izdavalatelja dodatno financijski i vremenski opteretiti. Stoga bi bilo korisno propisati da jednom od Komisije odobren i objavljen prospekt izdavalatelja izdan povodom javne ponude isto tako može biti podlogom za uvrštenje u kotaciju burze ili uređenog javnog tržišta (naravno uz ispunjenje drugih uvjeta koje propiše burza ili uređeno javno tržište), a da se eventualno promijenjene okolnosti unesu u dopunu prospekta o kojem se Komisija treba izjasniti u vrlo kratkom roku.

14.1. Europsko pravo *de lege lata* i *de lege ferenda*

Smjernica iz 1989. odnosi se na vrijednosne papire koji se po prvi puta u nekoj zemlji članici nude javnosti pod uvjetom da nisu prethodno uvršteni na burzu koja se nalazi u toj zemlji članici. Prijedlog smjernice iz 2001., osim vrijednosnih papira koji se nude javnom ponudom obuhvaća vrijednosne papire koji su predmetom uvrštenja na uređenom tržištu. Također iz teksta Prijedloga smjernice proizlazi da se države članice obvezuju da na vlastito uređeno tržište ne mogu uvrstiti neki vrijednosni papir bez izdana prospekta (čl. 4. Prijedloga smjernice).

Prema tome, pravilo je da nakon prospekta javnom ponudom slijedi uvrštenje na uređeno tržište.

Što je uređeno tržište (*regulated market*) replicira se iz Smjernice o poslovima s vrijednosnim papirima iz 1992. Prema toj smjernici uređeno tržište³⁸ je ono kojeg

³⁸ “Regulated market shall mean a market for the instruments listed in Section B of the Annex which:
– appears on the list provided for in Article 16 drawn up by the Member State which is the home Member State as defined in Article 1 (6) (c),

država članica uvrsti u popis uređenih tržišta i podliježe nadzoru ovlaštenog tijela, pri čem to ovlašteno tijelo propisuje uvjete djelovanja na tom tržištu, uvjete pristupanja tom tržištu, a da se pritom također poštuju kriteriji transparentnosti i obveze izvješćivanja.

Može se uočiti da uspostavljanje jedinstvenog režima prospekta koji se objavljuje pri javnoj ponudi, odnosno pri uvrštenju na uređeno tržište, govori o potrebi ujednačavanja izvanburzovnog segmenta tržišta u zemljama članicama EU, te o potrebi njegova nadziranja od strane ovlaštenog tijela. S uvođenjem pojma uređenog tržišta i discipliniranjem njegovih okvira u perspektivi će prestati potreba za podvajanjem ovih dviju komponenti tržišta. Ovaj trend obuhvaćanja burzovnog u pojam uređenog tržišta prati se već od donošenja Smjernice o insider tradingu iz 1989.,³⁹ koja prva u europskom pravu rabi taj pojam, do konačnog sidrenja tog pojma u Smjernici o poslovima s vrijednosnim papirima te difuzije toga pojma u drugim propisima europskog prava.⁴⁰

Kad bude usvojena smjernica o prospektu pri javnoj ponudi, trebat će propisati kolizijsko pravilo koje će regulirati situaciju koja vrsta prospekta je potrebna ako se nakon javne ponude zahtijeva uvrštenje na burzu. Naime Smjernica iz 1989., koja je još uvijek na snazi ima kolizijsko pravilo prema kojem, ako su u vrijeme objavljivanja javne ponude vrijednosnih papira za te iste vrijednosne papire zahtijeva uvrštenje na burzu u istoj državi članici, tada se minimum sadržaja koji treba biti naveden u prospektu procjenjuje prema Smjernici o prospektu pri uvrštenju na burzu iz 1980.⁴¹ (koja predviđa opsežniji minimum podataka).

15. Promjene u hrvatskom zakonodavstvu i usklađenost s europskim pravom

Izmjene koje su unesene u ZTVP približile su privatnu ponudu javnoj po strukturi podataka koje treba navesti u prospektu, tako da se više kod privatnog plasmana vrijednosnih papira ne može govoriti o skraćenom prospektu. Razlika između privatnog i javnog plasmana vrijednosnih papira prema ZTVP-u više se

-
- functions regularly,
 - is characterized by the fact that regulations issued or approved by the competent authorities define the conditions for the operation of the market, the conditions for access to the market and, where Directive 79/279/EEC is applicable, the conditions governing admission to listing imposed in that Directive and, where that Directive is not applicable, the conditions that must be satisfied by a financial instrument before it can effectively be dealt in on the market,
 - requires compliance with all the reporting and transparency requirements laid down pursuant to Articles 20 and 21;

³⁹ Više o insider tradingu u svjetlu usklađenosti hrvatskog s europskim pravom: ČULINOVIĆ HERC, E. *Legal Harmonization of Croatian law with EU Insider Trading Regulations*, u: *Economic System of European Union and Adjustment of the Republic of Croatia*, 2nd International Conference, Lovran 1999, str. 528. i dalje.

⁴⁰ FERRARINI, op. cit., str. 5.

⁴¹ Momentalno je na snazi Smjernica iz 2001. godine.

ogleda u činjenici da se pri izdavanju vrijednosnih papira javnom ponudom vrijednosni papiri *moraju* izdati u nematerijaliziranom obliku, što implicira i njihovu neograničenu prenosivost. Pored toga ZTVP je konzumirao u minimum prospekta javnom ponudom neke podatke koji su prije bili specifikum samo prospekta pri privatnoj ponudi: namjenu prikupljanja sredstava i čimbenike rizika.

U pogledu minimuma sadržaja prospekta nema nekih bitnijih noviteta, osim što je detaljnije regulirano tko potpisuje prospekt (kao i tko ga obavezno mora potpisati). Predviđeno je rješenje u situaciji kada neka odgovornih osoba odbije potpisati prospekt.

Paušalnom usporedbom minimuma sadržaja prospekta ZTVP-a i smjernice koja je na snazi uočava se da su podaci navedeni unutar skupina u prevladavajućem dijelu identični, a dijelom se razlikuju na način da u ZTVP-u postoje neki podaci koji ne postoje u smjernici i obrnuto. Tu usporedbu nije moguće za sada pratiti prema prijedlogu nove smjernice zato jer se propisivanje detaljnog sadržaja prospekta ostavlja za kasnije: nakon što bude usvojena smjernica Komisija EZ će donijeti te provedbene propise. Uočljivo je već sada da će europski prospekt imati novi format: jedinstvena ili višedjelna isprava po odabiru emitenta. Ta nova koncepcija ubrzat će proces njegova odobravanja od strane nadležnog tijela, a jednom odobren služit će kao podloga za uvrštenje na bilo koje uređeno tržište kapitala države članice, čime će se ostvariti ideja single passport prospektu. Omekšana pravila o jeziku (nemogućnost zahtijevanja prijevoda cijelog prospekta) također idu u smjeru ubrzanja i olakšanja pristupa emitenata na tržište kapitala. Pojedine isprave mogu se podnijeti i *by reference*.

Pravilnik o sadržaju skraćenog prospekta i o uvjetima izdavanja vrijednosnih papira privatnim izdanjem 1997., koji je ostao na snazi i nakon donošenja ZTVP-a u praksi će se moći vrlo malo primjenjivati jer su uvjeti privatnog izdanja kao i sam skraćeni prospekt temeljito revidirani zakonom. Dok je Pravilnik dopuštao i do 40 vanjskih ulagatelja, sada je broj vanjskih ulagatelja prepolovljen. Broj institucionalnih ulagatelja bio je i ostao neograničen, no u odnosu na Pravilnik, ZTVP je suzio pojam institucionalnog ulagatelja. Dopustivo trajanje privatne ponude u odnosu na Pravilnik bitno je skraćeno (sa 6 mjeseci na 30 dana), od odobrenja prospekta. Također je revidirano mjerilo uspješnosti upisa (sada mora iznositi 90% od cjelokupno planiranog izdanja, a prije je izdavatelj sam procjenjivao mjerilo uspješnosti). Vraćanje uloga u slučaju neuspjelog upisa treba izvršiti u vrlo kratkim rokovima (7 umjesto 14 dana). Otpala je i opća zabrana otuđenja vrijednosnih papira prije isteka roka od 1 godine, ali je zadržana kao *lex specialis* ako je privatna ponuda upućena samo institucionalnim ulagateljima koji žele izaći iz investicije prije isteka tog roka. U odnosu na raniji ZIPVP ukupna vrijednost izdanja više nije kriterij za procjenu treba li objaviti prospekt.

Europsko pravo razlikuje se po tome što je vrijednosni kriterij ukupnog izdanja bio, a i ostat će kriterijem procjene dužnosti izrade prospekta. Emisije "velikih cifri" izlaze iz pojma javne ponude, po objektivnom mjerilu, a posebno se dade uočiti novi pristup za emisije kod kojih je ponuda upućena "kvalificiranim ulagateljima". Takve emisije izlaze iz pojma javne ponude po subjektivnom mjerilu. Pojam kvalificiranog

ulagatelja vrlo je fleksibilno postavljen, i ne obuhvaća samo pravne osobe nego i fizičke koje zadovoljavaju određene kriterije. U odnosu na izneseno treba izraziti žaljenje što je u nas ukupna vrijednost izdanja zanemarena kao kriterij procjene da li se radi o privatnoj ili javnoj ponudi. A bude li pojam kvalificiranog ulagatelja usvojen Smjernicom u ovom obliku, to će sigurno izazvati potrebu redefiniranja tog pojma u hrvatskom pravu. Naznake koje se daju uočiti iz razvoja europskog prava govore u prilog tome da se diferencijacija želi izvršiti po osnovi subjekata prema kojem je upravljena ponuda za kupnju vrijednosnih papira. Prema profesionalcima se postupa elastičnije, zahtjev za objelodanjivanjem podataka je manje izražen, a u slučaju miješanja tih dvaju tržišta podižu se zaštitne ograde u odnosu na tzv. *retail investors* (male ulagatelje) – u obliku ponovnog prolaženja testa javne ponude.

U pogledu istinitosti i potpunosti sadržaja prospekta Komisija ne snosi nikakvu odgovornost, već je sva odgovornost na izdavatelju. Imajući u vidu različite pristupe o tom pitanju koji postoje u zakonodavstvu europskih zemalja članica, ovom pitanju bi de lege ferenda valjalo posvetiti veću pozornost. Njemačko pravo, koje također usvaja stav o isključivoj odgovornosti izdavatelja, točno imenuje osobe koje su ovlaštene pozivati se na tu odgovornost, što imaju pravo zahtijevati i u kojim rokovima. Mišljenje je autorice da bi zakonodavac trebao slično propisati u nas. Povjerenje malih ulagatelja, odnosno podizanje općeg nivoa ulagateljske kulture ostvarilo bi se kada bi ulagatelji znali koja im prava točno pripadaju. Prepuštanje njih na milost i nemilost pravilima o općoj odgovornosti za štetu nije primjereno ovoj branši u kojoj treba vladati visoki profesionalizam.

Reguliranje izuzetih slučajeva *grosso modo* usklađeno je s propisima europskog prava iako su izuzeti slučajevi prema europskom pravu mnogo brojniji. S druge strane, dok su prema našem pravu emisije RH i HNB izuzete u pogledu prospekta, u europskom se pravu može uočiti suprotan trend, državna i paradržavna tijela mogu ući u polje primjene smjernice i tako se “kvalificirati” za “europski *passport*”.

U pogledu minimuma podataka koje treba prospekt sadržavati još je prerano za bilo kakvu usporedbu jer će se njih definirati tek u drugoj fazi zakonodavne procedure (level 2). Već se sada može uočiti u odnosu na domaće pravo potreba prilagođavanja formata prospekta kako bi se isti uklopio u novi sustav registracije prospekta na nivou zajednice, što će zahtijevati nemalu financijsku podlogu. Usporedivost u ovom je području bitna jer se na sustav registracije nadovezuje novi pristup prospektu na nivou zajednice – više neće biti međusobnog i parcijalnog priznanja, već će se odobreni prospekti jednostavno notificirati između nadležnih tijela (komisije za vrijednosne papire), što znači da će biti podobni za prekograničnu cirkulaciju.

Ona promjena koja se relativno lako može usvojiti u našem zakonskom tekstu odnosi se na mogućnost objavljivanja prospekta stavljanjem na web site izdavatelja, obzirom da za to postoji pravna infrastruktura u vidu Zakona o elektroničkom potpisu.⁴² Taj zakon ne samo da omogućava zaštitu potpisa putem kriptiranja, već pruža i zaštitu sadržaja isprave od izmjene svih u njoj sadržanih podataka.

⁴² NN br. 10/02.

Promjene do kojih će u našem zakonodavstvu sigurno morati doći tiču se redefiniranja pojma kvalificiranog ulagatelja u svjetlu novih razvojnih tendencija i usklađivanje kriterija ukupne vrijednosti emisije kao kriterija na temelju kojeg se formira pojam javne ponude. U protivnom će u odnosima s elementom inozemnosti zavladati velika konfuzija – kvalificirani ulagatelji - fizičke osobe koje žele izdati vrijednosne papire u RH neće se, zbog toga jer se po hrvatskom pravu ne smatraju institucionalnim ulagateljima, moći koristiti izuzećem od obveze izrade prospekta kako to predviđa smjernica. S druge strane, dok će inozemni izdavatelji primjenjujući minimum ukupne emisije (emisije do 2.500.000 EUR-a), htjeti plasirati emisiju kao privatnu, u hrvatskom će pravu, prijeđu li okvir definicije privatne ponude po broju dopuštenih ulagatelja, morati izraditi prospekt, jer naše pravo ne poznaje usporedive vrijednosne kriterije razgraničenja privatne od javne ponude.

Summary

PUBLIC OFFER PROSPECTUS - CROATIAN CAPITAL MARKET ACT AND DEVELOPMENTS IN EUROPEAN LAW

In the context of an integrated capital market, European law attaches great importance to improving the framework for investing and raising capital on an EU wide basis. In order to facilitate widest possible access to capital market a complete renewal of the Community provision on prospectuses is called for (Listing Particulars Directive from 1980, recently replaced by Directive from 2001 and Public Offer Prospectus Directive from 1989, now in parliamentary procedure.)

Reasons for legislative action on the European level were twofold: on the one hand, different practices and different interpretations of the meaning of the public offer based on the distinct traditions within European Union, as well as different practices regarding content and layout of the prospectus, and on the other hand, current complex and partial mutual recognition mechanism, to ensure so called single passport for issuers.

The main changes incorporated in the Directive amended proposal are: introduction of enhanced disclosure standards in line with international standards for the public offer of securities; introduction of special Community rules for securities designed to be traded by professionals; introduction of new prospectus format for frequent issuers and duty to update the information on issuers at least once a year; replacing concept of mutual recognition of the prospectus by concept of simple notification of the prospectus approved by the home competent authority and extensive use of comitology legislative technique. Use of this technique was proposed by final report of the Committee of Wise Men, appointed by the Council of EC.

As the Republic of Croatia has recently adopted a new Capital Market Act, legal solutions concerning public offer prospectus were compared with provisions of

the forthcoming Directive in order to point out existing divergences and similarities between the two bodies of law, and to detect issues which require harmonization. Among other issues a special reference was given to the legal concept of the public offer, while Croatian law does not apply nominal value of the issue as criterion for the public offer, whereas community law does. It was pointed out that big-scale issues are, according to Community law, also exempt from the term "public offer", as well as offers targeted only at so called qualified investors, while in Croatian law it is not so. A special emphasis was given to the wider concept of "qualified investors" in Community law that does not correspond any more with the notion of "institutional investors" in domestic law.

Key words: public offer (prospectus), capital market, European capital market law, Croatia Capital Market Law, securities.

Zusammenfassung

PROSPEKT BEI ÖFFENTLICHEM UND PRIVATEM ANGEBOT VON WERTPAPIEREN – GESETZ ÜBER DEN WERTPAPIERMARKT UND RICHTUNGEN DER ENTWICKLUNG IM EUROPARECHT

In der Arbeit werden Entscheidungen, die durch den Vorschlag einer Richtlinie der EU über den Prospekt bei öffentlichem und privatem Angebot angenommen wurden, bearbeitet. Es werden Gründe aufgezeigt, die den europäischen Gesetzgeber dazu motiviert haben, eine Änderung der Richtlinie zum Prospekt bei öffentlichem und privatem Angebot von Wertpapieren, die 1989 verabschiedet wurde, vorzunehmen. Entscheidungen des Europarechts *de lege lata* und *de lege ferenda* werden in Verbindung mit den Entscheidungen des kroatischen Rechts gebracht, das unlängst durch die Verabschiedung des Gesetzes zum Wertpapiermarkt verändert wurde. Im Kontext des kroatischen Rechts wird besonders auf die Notwendigkeit hingewiesen, Situationen, in denen der Prospekt oder öffentliche Aufruf zum Kauf von Wertpapieren nach den Vorschriften des ZTD ausgearbeitet wird, klar von jenen zu unterscheiden ist, in denen der Prospekt im Einklang mit den Vorschriften des ZTVP ausgearbeitet werden muss. Es werden Kriterien zur Abgrenzung von privatem und öffentlichem Angebot von Wertpapieren vorgebracht. Es wird auf die Tendenz der Verschmelzung des vollen und verkürzten Prospekts im kroatischen Recht hingewiesen. Es wird auf die Unterschiede bei den Definitionen des öffentlichen Angebots im kroatischen und im Europarecht aufmerksam gemacht, die besonders in der Redefinition des Begriffs institutioneller Investor und der Kriterien des Gesamtwertes der Emission sichtbar sind. Es werden Fälle aus der ausländischen Rechtssprechung vorgebracht, in denen die Frage der Haftung für einen unwahren oder unvollständigen Prospekt thematisiert wird. Es werden Situationen verglichen, in denen nach europäischem und kroatischem Recht keine

Pflicht für die Ausarbeitung eines Prospekts besteht (Ausnahmefälle). Es wird auf neue technische Möglichkeiten zur Realisierung der Bekanntmachungspflicht des Prospektes hingewiesen (web site). Es wird die Vergleichbarkeit der kroatischen und europäischen Vorschriften allgemein bewertet wobei bei den gefundenen Unterscheidungspunkten besonders auf die Fragen hingewiesen wird, die einen gründlicheren gesetzgeberischen Eingriff erfordern und auf jene, die relativ einfach zu implementieren sind.

Schlüsselwörter: öffentliches Angebot (Prospekt), Wertpapiermarkt, Effektenhandel euopäisches Recht zum Wertpapiermarkt, Gesetz zum Wertpapiermarkt, Wertpapiere

Sommario

PROSPETTO DI PUBBLICA OFFERTA – LEGGE SUL MERCATO DEI TITOLI IN CROAZIA E SVILUPPI NEL DIRITTO EUROPEO

Nel contesto di un mercato dei titoli integrato, il diritto europeo attribuisce grande importanza al miglioramento della quadro per gli investimenti e l'accrescimento dei capitali sulla base estesa dell'Unione Europea. In ordine all'agevolazione dell'accesso più ampio possibile al mercato dei capitali c'è bisogno di un completo rinnovamento delle disposizioni comunitarie sui prospetti (Direttiva sui listini particolari elencati del 1980, sostituita recentemente dalla Direttiva del 2001, e Direttiva sul prospetto di pubblica offerta del 1989, attualmente nella procedura legislativa).

Le ragioni per un'azione legislativa a livello europeo sono state duplici: da una parte, le differenti pratiche e le differenti interpretazioni del significato della pubblica offerta basate sulle diverse tradizioni all'interno dell'Unione Europea, così come le differenti pratiche relative al contenuto e alla configurazione del prospetto, e dall'altra parte l'attuale complesso e parziale meccanismo di mutuo riconoscimento, per assicurare il cosiddetto singolo passaporto per gli emittenti.

I principali cambiamenti inclusi nella proposta di modificazione della Direttiva sono: l'introduzione di standards di trasparenza accresciuti in linea con gli standards internazionali per la pubblica offerta di titoli; l'introduzione di speciali regole comunitarie per i titoli per essere negoziati da professionisti; l'introduzione di un nuovo format di prospetto per gli emittenti abituali e di un dovere di aggiornamento delle informazioni sugli emittenti almeno una volta l'anno; la sostituzione del concetto di mutuo riconoscimento del prospetto con il concetto di semplice notificazione del prospetto approvato dalla competente autorità interna e l'utilizzo estensivo della tecnica legislativa di reciprocità. L'utilizzo di questa tecnica è stato proposto dal rapporto finale del Comitato di saggi, nominato dal Consiglio della Comunità Europea.

Siccome la Repubblica di Croazia ha adottato recentemente una nuova Legge sul mercato dei titoli, le soluzioni giuridiche concernenti il prospetto di pubblica offerta sono state comparate con le disposizioni della prossima Direttiva per

evidenziare le divergenze e le similarità esistenti tra i due corpi normativi, e individuare le questioni che richiedono armonizzazione. Tra le altre questioni un particolare riferimento è dato al concetto giuridico di pubblica offerta, in quanto il diritto croato non riconosce il valore formale della questione come criterio per la pubblica offerta, mentre è così per il diritto comunitario. È rilevato che secondo il diritto comunitario le questioni di grande scala sono anche escluse dall'espressione "pubblica offerta", così come le offerte sono indirizzate soltanto ai cosiddetti investitori qualificati, mentre nel diritto croato non è così. Una speciale enfasi è data al più esteso concetto di "investitori qualificati" nel diritto comunitario che non corrisponde più con la nozione di "investitori istituzionali" nel diritto interno.

Parole chiave: *pubblica offerta (prospetto), mercato dei titoli, diritto europeo del mercato dei titoli, Legge sul mercato dei titoli, titoli.*