

Др Владимир Марјански, доцент  
Правној факултету у Новом Саду

## ОБАВЕЗЕ ЈАВНИХ ДРУШТАВА У ПОГЛЕДУ AD HOC ИНФОРМИСАЊА ЈАВНОСТИ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

**Сажетак:** Аутор у раду на целовит начин анализира обавезе јавних друштва у погледу њиховременој (ad hoc) информисања јавности на тржишту капитала. Ad hoc информисање јавности треба да служи остварењу веће броја циљева. Оно је једно од средстава којим се настоји обезбедити функционална способност тржишта. Уредним вршењем ове обавезе пружају се тржишту, што је моћне брже, све релевантне информације неопходне за формирање адекватне цене тржишног материјала - хартија од вредности и других финансијских инструмената (функција заштите тржишта). Инвеститори се тиме стављају у положај да на промењене околности што брже реају, те да у погледу тржишног материјала чија се цена мења донесу инвестициону одлуку у циљу његовог стицања или продаје (функција заштите инвеститора). С обзиром на то да се обавеза ad hoc информисања настоји и у објављивању инсајдерских информација које се непосредно ивичу емитента, ad hoc информисање служи као превентива иј. заштите од вршења забрањене трговине инсајдерским информацијама (функција превенције од злоупотребе инсајдерских информација).

**Кључне речи:** јавно друштво, ad hoc информисање, емитент, инвеститори, хартије од вредности.

### 1. Опште напомене

Јавна друштва као учесници на тржишту капитала имају обавезу да на различите начине информишу јавност о свом правном, финансијском положају, пословању уопште, као и о емитованим хартијама од вредности и другим

финансијским инструментима. Јавно друштво је издавалац који испуњава бар један од два услова: да је успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија за хартије од вредности (даље у тексту: Комисија) или чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно Мултилатералну трговачку платформу (даље у раду: МТП) у Републици Србији.<sup>1</sup>

Поред редовног периодичног информисања јавности<sup>2</sup>, јавна друштва чији су финансијски инструменти уврштени у трговање на регулисано тржиште, МТП или регулисано инострано тржиште (даље у раду: издавалац, емитент или јавно друштво<sup>3</sup>) односно у вези с којим је упућен захтев за укључење имају и обавезу не редовног (*ad hoc*) информисања јавности на тржишту капитала.<sup>4</sup>

*Ad hoc* информисање јавности састоји се из обавезе објављивања инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и обавезе пружања додатних информација. За разлику од обавезе редовног периодичног информисања јавности која се врши у унапред прописаним роковима, редовно у току пословне године, обавеза *ad hoc* информисања може, али не мора уопште постојати. Њен настанак је неизвестан и у најширем смислу зависи од тога да ли ће наступити промењене околности које се односе на емитента, хартије од вредности и друге финансијске инструменте које је издао. Уколико настану, то ће под одређеним условима изазвати и настанак ове обавезе. Из овога проистиче да обавеза *ad hoc* информисања допуњава основну обавезу јавних друштава која се састоји у редовном периодичном информисању јавности (објављивање финансијских извештаја нпр.)

*Ad hoc* информисање јавности треба да служи остварењу већег броја циљева. Оно је једно од средстава којим се настоји обезбедити функционална способност тржишта капитала. Уредним вршењем ове обавезе од стране емитената пружају се тржишту, што је могуће брже, све релевантне информације неопходне за формирање адекватне цене тржишног материјала - хартија од вредности и других финансијских инструмената (**функција заштите тржишта**).<sup>5</sup> Инвеститори се тиме стављају у положај да на про-

---

<sup>1</sup> Видети Закон о тржишту капитала (даље у фуснотама: ЗТК) „Сл. Гласник РС“ бр. 31/2011, чл. 2, ст. 1, т. 43.

<sup>2</sup> О редовном периодичном извештавању јавности видети опширније код: В.Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу редовног периодичног извештавања јавности“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр.2/2011, стр. 315-325.

<sup>3</sup> Сва три израза употребљаваће се у истом значењу, како би се избегла стална понављања истог термина.

<sup>4</sup> Видети ЗТК, чл. 73.

<sup>5</sup> Видети Susanne Kalls, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht – System (I)*, Wien, 2005, стр. 367.

мењене околности што брже реагују, те да у погледу тржишног материјала чија се цена мења донесу инвестициону одлуку у циљу његовог стицања или продаје (**функција заштите инвеститора**).<sup>6</sup> Поред ове две функције, у последње време истиче се још једна. С обзиром на то да се обавеза *ad hoc* информисања састоји у објављивању инсајдерских информација које се непосредно тичу емитента, *ad hoc* информисање служи као превентива тј. заштита од вршења забрањене трговине инсајдерским информацијама. Период између настанка инсајдерске информације и њеног објављивања тј. тренутка када бива доступна општој јавности треба скратити на што је могуће краће време како би се ризик евентуалне злоупотребе те информације свео на што је могуће мању меру (**функција превентивне заштите од забрањене трговине инсајдерским информацијама**).<sup>7</sup> Стога не изнећајује што су норме које се односе на обавезу *ad hoc* информисања нашле своје место у оквиру Директиве ЕУ о привилегованим информацијама и манипулацијама на тржишту.<sup>8</sup>

Обавеза *ad hoc* информисања и обавеза редовног периодичног извештавања јавности не стоје у међусобном конкурентском односу. Наиме, чим је нека информација објављена на било који начин регулисан Правом тржишта капитала, она постаје доступна улагачкој јавности. Посебност *ad hoc* информисања лежи и у брзини и времену у коме одређена информација постаје доступна јавности. Редовно периодично извештавање се, с друге стране, врши у тачно утврђеним роковима у току пословне године.

Због сложености теме и ограниченог обима рада предмет анализе неће бити правне последице повреде обавезе *ad hoc* информисања јавности.

## **2. Обавеза објављивања инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца**

### *2.1. Садржина обавезе*

Издавалац финансијског инструмента има обавезу неодложног објављивања сваке инсајдерске информације која се на њега непосредно односи.<sup>9</sup> Према чл. 75 Закона о тржишту капитала (даље у раду: ЗТК) инсајдерске информације (енг. *inside information*) дефинисане су као информације о тачно одређеним чињеницама које нису јавно објављене, односе се директно или индиректно на једног или више издавалаца финансијских инстру-

<sup>6</sup> *Ibidem.*

<sup>7</sup> *Ibidem.*

<sup>8</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), (даље у тексту и фуснотама Директива о привилегованим информацијама и манипулацијама на тржишту).

<sup>9</sup> Видети ЗТК, чл. 79, ст. 1.

мената или на један или више финансијских инструмената а које би да су јавно објављене вероватно имале значајан утицај на цену тих финансијских инструмената или на цену изведених финансијских инструмената. Значајан утицај постоји ако би разуман улагач вероватно узео такву информацију као део основе за доношење својих инвестиционих одлука (одлука о продаји или стицању финансијских инструмената).

У оквиру обавезе *ad hoc* информисања предмет обавезе само су оне инсајдерске информације које се непосредно односе на издаваоца. Дакле, појам инсајдерских информација које су предмет ове обавезе ужи је од општег појма инсајдерских информација. Питање шта се сматра инсајдерском информацијом која се непосредно односи на издаваоца фактичко је питање које се мора утврдити у сваком конкретном случају. По правилу непосредност постоји код оних информација које се односе на делатност емитента (околности које се интерно односе на предузеће емитента).<sup>10</sup> Ипак, информације о чињеницама које спадају у делатност издаваоца нису више појмовно одлучујуће за одређивање елемента непосредности, јер ту могу спадати и оне информације које не спадају у оквир делатности емитента и које нису од искључивог интерног значаја за њега. Ту, дакле, могу спадати и одређене информације о спољним чињеницама, као нпр. предузимање понуде за преузимање, процена бонитета издаваоца, објављивање судске или одлуке неког другог надлежног органа која се на њега односи.

Комисија за хартије од вредности Републике Србије донела је Правилник о објављивању инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и о одређивању оправданих интереса издаваоца у сврху објављивања<sup>11</sup> (даље у тексту: Правилник о објављивању инсајдерских информација). У чл. 2 ст. 4 Правилника примерично је набројан чак 31 случај инсајдерских информација које се могу непосредно односити на емитента.

Из досадашње упоредноправне праксе познати су бројни примери инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и које као такве потпадају под обавезу *ad hoc* информисања. Ту спадају информације о промени контроле или уговора о управљању емитентом, значајне персоналне измене чланова управе и надзорних органа емитента, значајни правни спорови, подаци о приходима, развоју нових производа, информација о инсолвентности главног дужника, информације о губитку вредности имовине, одлуке о реструктурирању, повећању или смањењу основног капитала, стицању и отуђењу већинског пакета удела у емитенту од стране једног акционара, информација о спровођењу *due diligence* поступка, информација о изменама дивиденде, информација о предстојећој инсолвентности, пре-

---

<sup>10</sup> Видети Susanne Kalls, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *нав. дело*, стр. 369.

<sup>11</sup> „Службени Гласник РС“, бр. 89/2011.

задужености емитента, информација о значајним губицима, значајним изванредним приходима или расходима, информације о извршењу или прихватању значајних послова, информација о закључењу или престанку важних уговора, информација о новим патентима итд.<sup>12</sup>

Поред овога, непосредност се може односити и на односе у повезаним друштвима (однос матично и зависно друштво). Због тога се догађаји у матичном друштву морају објавити од стране зависног друштва чије су хартије од вредности уврштене у трговање на регулисаном тржишту све док се непосредно тичу зависног друштва. Наравно, ако матично друштво има статус јавног друштва чије су хартије од вредности уврштене на регулисано тржиште тада оно има самосталну обавезу да врши објављивање тих информација тако да у случају њеног објављивања инсајдерска информација више не постоји, па нема ни обавезе која терети зависно друштво. Обавеза на страни зависног друштва постоји само уколико матично друштво пропусти да објави инсајдерску информацију а то може да утиче на промену курса финансијских инструмената оба друштва.

Нема обавезе *ad hoc* информисања ако се инсајдерска информација само посредно (индиректно) односи на издаваоца. Ту спадају информације о привредним кретањима, општем развоју тржишта, подаци о незапослености, ценама нафтних деривата, развоју (скоку или паду) берзанског индекса, информације о изменама прописа, одлуке о каматама које прописује централна банка итд. Такође, информације о конкурентима (нпр. увођење нових конкурентских производа, пад њихове кредитне способности) тичу се само посредно емитента и стога по правилу не потпадају под обавезу *ad hoc* информисања.<sup>13</sup>

## 2.2. Одлагање објављивања инсајдерских информација

Ипак, чак и када постоје предуслови за настанак обавезе неодложног објављивања инсајдерске информације, према чл. 81 ст. 2 ЗТК издавалац може на своју одговорност да одложи њихово објављивање како не би нарушио своје оправдане интересе, под условом да то одлагање не би довело јавност у заблуду, као и да емитент може да осигура поверљивост те информације. Заштита оправданог интереса издаваоца овде стоји наспрам интереса тржишта капитала за потпуним и правовременим информисањем улагачке јавности, па одлука надлежног тела о допуштености евентуалног одлагања зависи од процене значаја наведених интереса.

<sup>12</sup> Видети Susanne Kalls, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *нав. дело*, стр. 369.

<sup>13</sup> Видети Susanne Kalls, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *нав. дело*, стр. 371. Остале примере видети у Правилнику о објављивању инсајдерских информација, чл.3.

Дакле, издавалац може да одложи објављивање инсајдерских информација уколико су испуњена сва три услова кумулативно.

Први услов за одлагање извршења обавезе је да постоји **оправдан интерес** који указује на то да би јавно саопштење инсајдерских информација озбиљно угрозило пословање емитента. Оправдан интерес постоји увек уколико би објављивање информација спречило, довело у опасност или значајно штетило остваривању циљева и развоју предузећа емитента уопште.<sup>14</sup>

У чл 4. Правилника о објављивању инсајдерских информација примерично су набројана два случаја када такав оправдан интерес може постојати. То су преговори у току или елементи тих преговора, када би јавно објављивање могло утицати на исход или редован ток тих преговора (посебно се апострофирају преговори о предстојећој финансијској консолидацији емитента), као и доношење одлуке од стране пословодног органа емитента за коју се још чека сагласност другог органа (нпр. надзорног одбора).<sup>15</sup>

У упоредно-правној пракси су се нарочито издвојили примери који указују на постојање интереса емитента који оправдава одлагање објављивања инсајдерске информације. Један од разлога одлагања објављивања таквих информација био би случај завршетка преговора и доношење пословне одлуке од стране пословодног органа емитента за коју се још чека сагласност другог органа (нпр. надзорног одбора). Без могућности одлагања објављивања такве информације постојао би ризик да се улагачка јавност сувише рано поузда у такву информацију. Стога надлежна тела (код нас Комисија за хартије од вредности) углавном допуштају одлагање објављивања ових информација. Чести разлози за одлагање су и развој нових производа, припреме за преузимање, реструктурирање или фузију.

---

<sup>14</sup> Petra Buck Heeb, *Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Heidelberg, 2007, стр. 67.

<sup>15</sup> Одредба чл. 4 Правилника гласи: „У сврху примене члана 81 ЗТК, који се односи на одлагање јавног објављивања инсајдерске информације, оправдани интереси могу посебно да се односе на следеће околности које не представљају потпуни попис:

а) преговори у току или елементи тих преговора, када би јавно објављивање могло утицати на исход или редован ток тих преговора. Посебно, у случају да је финансијска одрживост издаваоца у озбиљној и непосредној опасности, и ако није у обиму примене стечајног закона, јавно објављивање информација се може одложити на ограничени временски период ако би оно озбиљно угрозило интерес постојећих и потенцијалних акционара тиме што исто угрожава доношење закључка о преговорима који имају за циљ да осигурају дугорочни финансијски опоравак издаваоца;

б) одлуке које је донео орган управљања издаваоца или уговоре које је склопио, а који требају одобрење неког другог органа издаваоца како би ступили на снагу, у случају када су ти органи у оквиру издаваоца организационо одвојени, под условом да би јавно објављивање тих информација пре тог одобрења заједно са истовременом објавом да се на одобрење још увек чека, угрозило тачну процену информација од стране јавности.

У литератури се као посебно интересантан наводи случај преузимања. У том погледу постављају се два питања. Прво, од ког тренутка ситуација преузимања потпада под обавезу објављивања. Друго је питање под којим околностима постоји могућност, али и обавеза подношења захтева за одлагање вршења ове обавезе, ако се само вођење преговора не жели објавити јавности.

Неспорно је да обавеза објављивања постоји како на страни циљног друштва, тако и на страни понудиоца. Сматрамо да је тренутак настанка обавезе моменат у коме преговори о преузимању, који представљају инсајдерску информацију, достигну такву фазу у којој могу утицати на имовину, приходе и финансијско стање емитента или његов привредни развој уопште, тако да могу имати довољан утицај на курс његових финансијских инструмената.<sup>16</sup> Дакле, овде је од суштинског значаја степен вероватноће реализације читавог поступка преузимања. У упоредној пракси се сматра да обавеза објављивања поступка преузимања настаје одмах по завршетку “*due diligence*” поступка и када су обезбеђена финансијска средства за реализацију преузимања циљног друштва.

Као што је већ истакнуто, друго је питање под којим околностима постоји могућност, али и обавеза подношења захтева за одлагање вршења ове обавезе, ако се само вођење преговора не жели објавити јавности. Исто као и у погледу обавезе објављивања, евентуално одлагање вршења обавезе односи се како на циљно, тако и на друштво понудиоца. У случају вођења преговора о преузимању надлежно тело процењује да ли су испуњени услови за одлагање. Основна критика постојања овог законског решења састоји се у томе да решење у Закону о тржишту капитала не узима довољно у обзир односе који се регулишу Законом о преузимању акционарских друштава, јер, како проистиче из претходних разматрања, друштво понудилац мора да поднесе захтев надлежном телу (код нас Комисији за хартије од вредности) за одлагање вршења ове обавезе и пре него што уопште објави одлуку о преузимању акција циљног друштва, када према решењу из Закона о преузимању акционарских друштава почиње поступак преузимања.<sup>17</sup>

Други услов за одлагање обавезе објављивања је да **одлагање не сме да има за резултат обмањивање јавности**. То значи да јавно друштво током периода одлагања не сме давати активне сигнале који би били у супротности са још необјављеним инсајдерским информацијама.<sup>18</sup> То би на пример био случај у коме би управа друштва и поред текућих преговора о преузимању са потенцијалним понудиоцем у јавности одбацивала тврдње

<sup>16</sup> Petra Buck Heeb, *нав. дело*, стр. 68.

<sup>17</sup> Видети Закон о преузимању акционарских друштава, чл. 6.

<sup>18</sup> Petra Buck Heeb, *нав. дело*, стр. 69.

да се уопште воде такви преговори. Гласине које циркулишу на тржишту капитала морају се тада потврдити како би се избегле оптужбе о обмањивању јавности.<sup>19</sup>

Трећи услов је да емитент обезбеди тајност инсајдерских информација, укључујући и спречавање њиховог селективног обелодањивања лицима која их могу злоупотребити. Дакле, емитент за време трајања ослобођења од обавезе мора да контролише приступ инсајдерским информацијама и да обезбеди њихову поверљивост. Све док је обезбеђена поверљивост тих информација не постоји обавеза *ad hoc* информисања.<sup>20</sup> Комисија прописује ближе околности које могу указивати на решења и мере које је емитент обавезан да спроведе у сврху осигурања поверљивости инсајдерске информације.<sup>21</sup>

Овде је реч само о одлагању објављивања инсајдерске информације, а не о потпуном ослобађању од ове обавезе. У случају одлагања емитент је дужан да без одлагања обавести Комисију за хартије од вредности о својој одлуци да одложи јавно објављивање инсајдерске информације.<sup>22</sup> Ипак, и даље остаје нејасно до ког тренутка се може одлагати објављивање инсајдерских информација.

### 3. Обавеза пружања додатних информација

Обавеза пружања додатних информација обухвата више различитих обавеза које се такође могу подвести под обавезу *ad hoc* информисања, јер се ни оне не врше у унапред прописаним роковима, већ њихов настанак зависи од новонасталих околности. Ту спадају: обавеза пружања информација о изменама у правима која проистичу из емитованих хартија од вредности, обавеза информисања о стицању и отуђењу сопствених акција јавног друштва, додатна обавеза информисања јавних друштава емитената корпоративних хартија од вредности и додатна обавеза информисања јавних друштава емитената дужничких хартија од вредности.

Поред наведених, у обавезу пружања додатних информација и уопште обавезу *ad hoc* информисања може се уврстити и обавеза објављивања информације о стицању значајног учешћа у погледу акција са правом гласа у акционарском друштву. Ипак, будући да ову обавезу имају стицаоци значајног учешћа<sup>23</sup>, а не јавно акционарско друштво (емитент), ова обавеза неће бити предмет анализе у овом раду.

---

<sup>19</sup> Petra Buck Heeb, *нав. дело*, стр. 70

<sup>20</sup> *Ibidem*.

<sup>21</sup> Видети ЗТК, чл. 81, ст. 3.

<sup>22</sup> Видети ЗТК, чл. 81, ст. 2.

<sup>23</sup> Видети ЗТК, чл. 57, ст. 1.



### 3.1. *Обавеза њружања информација о изменама у њравима која ѡроистичу из емитиваних хартија од вредности*

Обавеза *ad hoc* информисања јавности обухвата и обавезу емитента да пружа информације о насталим изменама у правима која проистичу из хартија од вредности. Ипак, она се од обавезе која је објашњена у оквиру претходног наслова, разликује по томе што су предмет ове обавезе специфичне информације које се искључиво тичу хартија од вредности које је емитовало јавно друштво и које не морају имати карактер инсајдерских информација. Дакле, оне могу бити и општепознате. Емитент чије су хартије од вредности уврштене на регулисано тржиште има обавезу да одмах објави промену која је настала у правима која проистичу из хартија од вредности. То могу бити како промене у правима из корпоративних хартија од вредности<sup>24</sup> (енг. *equity securities*<sup>25</sup>), тако и промене у правима из хартија од вредности које немају корпоративни карактер (енг. *non-equity securities*).

Према чл. 55 ст. 1 јавно друштво је дужно да без одлагања достави Комисији за хартије од вредности и регулисаном тржишту, односно МТП на коме су његове корпоративне<sup>26</sup> хартије од вредности укључене у трговање, сваку промену која је настала у правима из корпоративних хартија од вредности, за сваку класу хартија од вредности посебно, укључујући и промене у правима из изведених финансијских инструмената које издаје то јавно друштво а које дају право на стицање његових корпоративних хартија од вредности.

<sup>24</sup> Видети Директиву о транспарентности, члан 16 ст. 1.

<sup>25</sup> „Equity securities“ су хартије од вредности финансиране из сопственог капитала (нем. *die Eigenkapitalwertpapiere*). Сопствени капитал је врста финансијског капитала. Он представља директно учешће у основном капиталу привредног друштва и као такав је праћен одређеним правима (правом на хартије од вредности из којих проистичу одређена чланска права). Под таквим хартијама од вредности подразумевају се акције и друге „преносиве хартије од вредности“ еквивалентне акцијама, као и било које друге хартије од вредности које дају право на стицање поменутих „хартија“ при чему је то стицање последица њихове конверзије или вршења права које је у њима инкорпорисано, под условом да су и те “касније хартије“ издате од стране издаваоца оних „пробитних“ или од стране правног лица које припада групи издаваоца. Видети Директиву ЕУ о проспекту, чл. 2 ст. 1 тач. (б).

Тзв. „non-equity securities“ (нем. *die Fremdkapitalwertpapiere – die Nichtdividendenwerte*) су све хартије од вредности које не спадају у групу тзв. *equity* „хартија“. Видети Директиву ЕУ о проспекту, чл. 2 ст. 1 тач. (б).

<sup>26</sup> У Закону о тржишту капитала употребљен је израз власничке хартије од вредности који није најадекватнији, јер акције нису стварно-правне хартије од вредности. Оне акционарима не дају право својине над имовином друштва. Акционари нису сувласници акционарског друштва. Они су чланови акционарског друштва, те на основу акција које поседују имају одговарајућа управљачка и имовинска права у акционарском друштву (корпорацији). Стога би адекватнији израз био корпоративне хартије од вредности или хартије од вредности са правом учешћа.

Када је, међутим, реч о хартијама од вредности које немају корпоративни карактер, а које су укључене на регулисано тржиште или МТП емитент има и обавезу да поред промене у правима, објави и промене у условима везаним за те хартије од вредности а који могу имати индиректан утицај на права из тих хартија од вредности, а нарочито промене у вези са условима задуживања и каматном стопом.<sup>27</sup> То се међутим не односи на промене услова који настају независно од воље емитента, а објективно су одредиви, као што су промене LIBOR, EURIBOR и сл.<sup>28</sup>

### *3.2. Обавеза информисања о стицању и отуђењу сопствених акција јавног друштва*

Уколико јавно друштво стиче и отуђује сопствене акције са правом гласа, самостално или преко лица које делује у своје име, а за рачун тог јавног друштва, дужно је да објави јавности број сопствених акција у апсолутном и релативном износу у најкраћем могућем року, али најкасније од истека четири дана трговања након стицања или отуђења акција са правом гласа. У смислу Закона о привредним друштвима (даље у раду: ЗПД)<sup>29</sup> сопствене акције су акције које је друштво стекло од својих акционара.<sup>30</sup> Обавеза се односи како на стицање, тако и на отуђење сопствених акција са правом гласа. Апсолутни износ је укупан број сопствених акција са правом гласа које се налазе у портфељу јавног друштва. Релативан износ је број стечених сопствених акција у односу на све остале емитоване акције емитента са правом гласа које се не налазе у режиму сопствених акција. Треба имати у виду да у случају јавног акционарског друштва укупна номинална вредност односно обрачунска вредност<sup>31</sup> (код акција без номиналне вредности) стечених сопствених акција укључујући и раније стечене сопствене акције, не сме да пређе 10% основног капитала друштва.<sup>32</sup>

Сопствене акције могу се стицати или отуђивати ради спречавања непријатељског преузимања, утицаја на цену осталих акција емитента и сл., па информација о стицању или отуђењу сопствених акција јавног друштва може бити од значаја за улагачку јавност на тржишту капитала. Ипак, могућност значајног утицаја на курс осталих финансијских инструмената емитента, овде није од одлучујућег значаја за постојање ове обавезе као што је то случај са објављивањем инсајдерских информација које се непо-

---

<sup>27</sup> Видети ЗТК, чл. 55 ст. 2. и Директиву о транспарентности, члан 16 ст. 2.

<sup>28</sup> Видети ЗТК, чл. 55 ст. 3.

<sup>29</sup> „Сл. Гласник РС“ 36/2011.

<sup>30</sup> Видети ЗПД, чл. 282, ст. 1.

<sup>31</sup> У ЗПД је употребљен погрешан термин: „рачуноводствена вредност“.

<sup>32</sup> Видети ЗПД, чл. 282, ст.2, т. 4.

средно односе на емитента. Такође, информација о извршеном стицању или отуђењу сопствених акција уопште не мора имати карактер инсајдерске информације. Иако је јавност која редовно прати трговање на регулисаном тржишту овде најчешће већ упозната са извршеном трансакцијом, вршењем ове обавезе улагачкој јавности нарочито се истиче да су такве трансакције извршене.

### *3.3. Додатна обавеза информисања јавних друштва емисионара корпоративних хартија од вредности*

Јавно друштво издавалац корпоративних хартија од вредности<sup>33</sup> којима се тргује на регулисаном тржишту, односно МТП обавезно је да обезбеди да су доступни сви начини и информације потребни акционарима за остваривање њихових права, уз одговарајућу заштиту целовитости података.<sup>34</sup>

Овде је реч о специфичној обавези *ad hoc* информисања која терети емитенте корпоративних хартија од вредности. Она је, међутим, успостављена првенствено ради заштите интереса акционара емитента, а не опште улагачке јавности. То значи да су адресати којима се упућују информације само акционари емитента, а не општа улагачка јавност. Ова обавеза састоји се у пружању различитих информација акционарима емитента (информације о месту, времену и дневном реду одржавања скупштине, укупном броју акција и акцијама са правом гласа, информације о кредитној институцији преко које се извршавају финансијске обавезе према акционарима, информације о исплати дивиденде итд.)<sup>35</sup>

Такође, емитент је дужан да предлог измена статута или оснивачког акта одмах достави Комисији и регулисаном тржишту односно МТП на коме се тргује његовим хартијама од вредности, а најкасније на дан објављивања позива за одржавање скупштине на којој ће се расправљати о тим питањима.<sup>36</sup>

### *3.4. Додатна обавеза информисања јавних друштва емисионара дужничких хартија од вредности*

Јавно друштво издавалац корпоративних хартија од вредности дужно је да без одлагања обавести јавност о сваком новом издавању дужничких хартија од вредности, а нарочито о осигурању или гаранцији у вези са тим издавањем.<sup>37</sup> Ова обавеза је успостављена јер је реч о новом задуживању

<sup>33</sup> У закону се употребљава неадекватан израз „власничке хартије од вредности“.

<sup>34</sup> ЗТК, чл. 65, ст. 1.

<sup>35</sup> Видети о томе више ЗТК, чл. 65 ст. 2-3.

<sup>36</sup> Видети ЗТК, чл. 65, ст. 4.

<sup>37</sup> Видети ЗТК, чл. 66, ст. 2.

јавног друштва које може утицати на тржишну вредност раније емитованих корпоративних хартија од вредности.<sup>38</sup>

Интересантно је да је ова обавеза уврштена у чл. 66 ЗТК који носи наслов „Друге обавезе информисања јавних друштава издаваоца дужничких хартија од вредности“ и поред тога што се обавеза односи на емитенте првобитно емитованих корпоративних хартија од вредности. Постојање ове обавезе је свакако оправдано не само када је реч о емитенту корпоративних хартија од вредности који издаје дужничке хартије од вредности, већ и када је реч о емитенту дужничких хартија од вредности који издаје нове хартије исте врсте. Из овог разлога сматрамо да би требало додати и обавезу да емитент дужничких хартија који издаје нове дужничке хартије од вредности о томе обавести јавност, јер издавање нових хартија исте врсте може утицати на тржишну вредност раније емитованих хартија од вредности (нпр. обвезница) и повећати ризик њихове ненаплативости због могуће презадужености емитента. Коначно и у овом случају је ирелевантно да ли информација о издавању нових дужничких хартија има карактер инсајдерске информације, па се улагачкој јавности само скреће пажња на овако важан догађај за емитента. Уколико је та информација, међутим, истовремено инсајдерска тј. непозната општој јавности (што је врло често случај), основ за настанак ове обавезе већ лежи у члану 79 ЗТК који регулише обавезу објављивања инсајдерских информација, јер је реч о информацији која се несумњиво непосредно односи на емитента.

---

<sup>38</sup> Видети ЗТК, чл. 66, ст. 2.

*Vladimir Marjanski, Ph.D., Assistant Professor  
Faculty of Law Novi Sad*

## ***Ad hoc* public disclosure obligations of public companies on the capital market**

### ***Abstract:***

The author gives a comprehensive analysis of the obligations of public companies regarding the provision of periodical (*ad hoc*) information to the public on the capital market. *Ad hoc* disclosure is to achieve a number of aims. It is one of the devices to secure the market's functional abilities. By means of regularly fulfilling this obligation, the market is provided with all the relevant information necessary to form adequate prices of market materials - i.e. securities and other financial instruments (**the function of market protection**). Investors are thus being able to aptly respond to modified circumstances and deliver investment decisions whether to buy or sell market materials the price of which are being changed (**the function of investor protection**). Due to the fact that the duty of *ad hoc* disclosure encompasses the obligation to reveal insider information directly affecting the emitter, *ad hoc* disclosure serves as a preventive measure, i.e. as a protection against illicit trade with insider information (**the function of prevention against the abuse of insider information**).

Key words: public company, *ad hoc* disclosure, emitter, investors, securities