

*Ранко П. Совиљ**
Институт друштвених наука, Београд
ORCID: 0000-0002-4048-8528

СЛИЧНОСТИ И РАЗЛИКЕ У ЕМИСИЈИ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА – ПИТАЊЕ ПРАВНЕ ОДГОВОРНОСТИ ЕМИТЕНТА**

САЖЕТАК: Еволуција финансијског тржишта изнедрила је нове инструменте трговине – виртуелне валуте. Имајући у виду разноврсност и нехомогеност виртуелних валута, аутор је истраживао положај дигиталних токена, који се, с обзиром на својства, уподобљавају серијским хартијама од вредности. Стога се у првом делу рада сагледава емисија дигиталних валута. Централни део рада посвећен је критичком сагледавању и анализирању питања правне одговорности емитента за мањкавост проспекта, односно белог папира, с посебним освртом на круг пасивно легитимисаних лица. Циљ предметног истраживања је да се упоредном анализом укаже на сличности и разлике које прате емисије хартија од вредности и дигиталних токена. На крају, коришћењем нормативног и компаративног метода, аутор закључује да, упркос бројним предностима озакоњења емисије и трговине виртуелних валута, емисију дигиталних токена пра-

* soviljpesa@gmail.com, научни сарадник на Институту друштвених наука у Београду.

** Рад је примљен 29. 12. 2021, измењена верзија рада достављена је 3. 3. 2022, а прихваћен је за објављивање 10. 6. 2022. године.

Рад је написан у оквиру Програма истраживања Института друштвених наука за 2022. годину који подржава Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

те ризици и поједине недоследности у поређењу са емисијом хартија од вредности.

Кључне речи: одговорност емитента; хартије од вредности; емисија хартија од вредности; проспекти; виртуелне валуте; дигитални токени; иницијална понуда токена; бели папир

УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Историја финансијског тржишта, берзанског и ванберзанског пословања, сведочи нам о бројним преварама, малверзацијама и шпекулацијама, чији су главни актери, између осталог, били емитенти (издаваоци) вредносних папира. Убрзани развој технологија изнедрио је нове финансијске инструменте попут виртуелних валута (дигиталне валуте, криптовалуте). Функционисање тржишта виртуелних валута отвара низ правних питања о ризицима њихове употребе. Ови ризици произлазе, пре свега, из специфичне технолошке инфраструктуре на којој су засноване виртуелне валуте. Сходно томе, законодавна и регулаторна тела широм света суочавају се са дилемом на који начин поступити у регулисању предметне материје. Док се с једне стране од регулаторних тела очекује да испрате развој финансијског тржишта и не спутавају финансијске иновације, с друге стране, од њих се очекује да воде рачуна о интересима јавног поретка, односно очувању финансијске стабилности, а, пре свега, заштите од финансијских малверзација (попут спречавања прања новца и финансирања тероризма), као и заштите неуких улагача. С тим у вези, питање које се учестало поставља пред регулаторне органе јесте могућност примене постојећих прописа (пре свега прописа којима се регулише тржиште капитала) на различите појавне облике дигиталне имовине.

Република Србија усвојила је Закон о дигиталној имовини 29. децембра 2020. године, чиме се уврстила у ред малобројних земаља које су на законодавном нивоу регулисале емисију и промет виртуелних валута.¹ Имајући у виду широку распрострањеност и нехомогеност виртуелних валута, у раду ће се анализирати положај дигиталних токена (security tokens). Узимајући у обзир да њиховим имаоцима дају одређена права и обавезе, дигитални токени се уподобљавају серијским хартијама од вредности. Како се иницијалном јавном понудом виртуелних валута, односно дигиталних токена, финансира развој новооснованих компанија и стартапова, поставља се и питање примене прописа о заштити

¹ Закон о дигиталној имовини, *Службени гласник РС*, бр. 153/2020.

инвеститора и тржишта капитала. С тим у вези, решења новоусвојеног Закона о дигиталној имовини *de lege lata* и *de lege ferenda* доводе се у везу са решењима Закона о тржишту капитала у погледу одговорности издаваоца за емисију финансијских инструмената, а у циљу пружања заштите неуким инвеститорима. Предмет овог истраживања ограничава се на одређивање одговорних лица (пасивна легитимација), као и услове под којима она могу бити одговорна за извештавање јавности и објављивање и садржај проспекта, односно белог папира у емисији виртуелних валута. У том контексту, у раду ће се паралелно анализирати одговорност издаваоца за објављивање проспекта, односно издаваоца белог папира у емисији дигиталних токена, посебно указујући на потребу јасног разграничења емитентове одговорности према Закону о тржишту капитала, односно Закону о дигиталној имовини.

ЕМИСИЈА ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА

Функционисање тржишта виртуелних валута (дигиталне имовине, дигиталних валута), које је последњих година у повоју, отвара низ правних питања о ризицима њихове употребе, који првенствено произлазе из технолошке инфраструктуре на којој су засноване. Ризици употребе дигиталних валута још нису покривени стандардизованим правним и регулаторним оквиром, премда постоје иницијативе на глобалном нивоу које су примарно усмерене на спречавање злоупотребе виртуелних валута у циљу прања новца и финансирања тероризма.² У оквиру Стратегије дигиталног финансирања ЕУ, предложена је Уредба о тржиштима криптовалута, која је тренутно у фази првог читања у Савету. Република Србија је једна од малобројних земаља која је на законодавном нивоу регулисала употребу виртуелних валута, доношењем Закона о дигиталној имовини 2020. године.

Закон о дигиталној имовини дефинише виртуелну валуту, односно дигиталну имовину као дигитални запис вредности који се може дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити и који се може користити као средство размене или у сврху улагања, при чему виртуелна валута не укључује дигиталне записе валута које су законско средство

² Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 396.

плаћања и другу финансијску имовину која је уређена другим законима.³ Закон чини дистинкцију, те разликује две врсте дигиталне имовине – виртуелне валуте (криптовалуте) и дигиталне токене.⁴ На основу законске дефиниције може се констатовати да је дигитална имовина добро на коме одређено лице има право својине, а то добро је дигитално забележено (у некој дигиталној бази података, попут Distributed Ledger Technology – DLT или било која друга технологија која у ту сврху може послужити), има одређену вредност, може се дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити, а сврха је размена или улагање.⁵ Дакле, Закон је изричит да се дигитална имовина не користи за плаћање, односно да криптовалута није новац, већ се трансакција у којој се даје криптовалута за неку услугу или робу, третира као размена. *De facto*, оваква активност јесте плаћање, али *de iure* није. Институт размене искоришћен да би се задовољио став Народне банке Србије да криптовалута није новац, што неминовно имплицира њен правни положај и порески третман.⁶

С друге стране, издавање дигиталних токена представља начин да пословни субјекти дођу до свежег капитала, односно до средстава за реализацију својих пословних планова и стратегија путем иницијалне јавне понуде (Initial Coin Offering – ICO). Crowdfunding, односно рударење, упоредноправно посматрано иновативан и веома важан институт прикупљања свежег капитала за новоосноване компаније, вероватно је највећа погодност коју Закон о дигиталној имовини доноси за стартап компаније из Србије.

Издавалац дигиталне имовине може бити домаће или стране физичко лице, предузетник или правно лице. Емисија виртуелних валута (криптовалута) спада под надлежност Народне банке Србије, док је Комисији за хартије од вредности поверена надлежност у емисији дигиталних

³ Закон о дигиталној имовини, чл. 2, ст. 1, т. 1.

⁴ Закон дефинише виртуелну валуту као врсту дигиталне имовине коју није издала и за чију вредност не гарантује централна емисиона банка, нити други орган јавне власти, која није нужно везана за законско средство плаћања и нема правни статус новца или валуте, али је физичка или правна лица прихватају као средство размене и може се куповати, продавати, размењивати, преносити и чувати електронски. С друге стране, дигитални токен је врста дигиталне имовине и означава било које нематеријално имовинско право које у дигиталној форми представља једно или више других имовинских права, што може укључивати и право корисника дигиталног токена да му буду пружене одређене услуге. Закон о дигиталној имовини, чл. 2, ст. 1, т. 2. и 3.

⁵ Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law, 301.

⁶ Мотика, Ж. (2021). *ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини*. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).

токена. Ако дигитална имовина садржи обележја виртуелних валута и дигиталних токена, спада под надлежност обе институције.⁷ На емисију дигиталних токена, која има сва својства финансијског инструмента, као и на секундарно трговање примењиваће се закон којим се уређује тржиште капитала. Изузетно од овог правила, неће се примењивати Закон о тржишту капитала на емисију и секундарно трговање дигиталне имовине која има особине финансијског инструмента уколико су испуњени следећи услови: 1) дигитална имовина нема одлике акција; 2) дигитална имовина није заменљива за акције; и 3) укупна вредност дигиталне имовине коју током периода од 12 месеци издаје један издавалац не прелази износ од 3.000.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према евр у којем утврђује Народна банка Србије на дан издавања, односно током примарне продаје.⁸ Дакле, емитенти који се одлуче за емисију дигиталне имовине која кумулативно испуњава сва три наведена услова, емисију могу спровести по значајно поједностављеној процедури, испуњавајући само услове Закона о дигиталној имовини као *lex specialis*, без обавезе да поштују формално и садржински знатно строжа правила Закона о тржишту капитала. У овоме се огледа предност емисије и секундарне трговине дигиталне имовине у односу на досадашња решења Закона о тржишту капитала, са становишта предузетника и стартап компанија, будући да им је олакшан приступ новчаним фондовима.

Према предлогу Уредбе о тржиштима криптовалута издавалац виртуелних валута може бити само правно лице које нуди јавности било коју врсту виртуелне валуте, или тражи пријем виртуелне валуте на платформу за трговање виртуелним валутама, што нам недвосмислено указује да емитент није нужно творац или креатор саме виртуелне валуте. Дакле, издаваоци су економски субјекти који емитују виртуелне валуте или који пружају различите услуге у вези са различитим виртуелним валутама.⁹ Издавање виртуелних валута може бити у форми понуде учињене јавности објављивањем белог папира или трговањем на платформама за трговање. Предлог Уредбе захтева да емитенти виртуелних валута морају бити искључиво правна лица, која су у обавези да саставе, доставе и објаве бели папир.¹⁰

⁷ Закон о дигиталној имовини, чл. 10.

⁸ Закон о дигиталној имовини, чл. 7, ст. 1. и 2.

⁹ Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 435.

¹⁰ Од овог правила постоје изузећа, која се односе на ситуације када није неопходно објавити бели папир: 1) виртуелна валута се нуди бесплатно; 2) виртуелна

ОДГОВОРНОСТ ЕМИТЕНТА ЗА ИСТИНИТОСТ И ПОТПУНОСТ ПОДАТАКА У ЕМИСИЈИ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА

Прспект vs бели папир

Поступак јавне емисије хартија од вредности претпоставља низ правних радњи којим емитент истиче понуду и продаје хартије од вредности инвеститорима. Једна од кључних фаза у поступку јавне емисије свакако је објављивање проспекта. Проспект, као писана исправа, садржи детаљне податке о одређеној јавној емисији, које улагачи могу разумно да очекују, с обзиром на особену природу емитента и хартија од вредности понуђених на продају.¹¹ С тим у вези, проспект мора садржати све неопходне информације које, с обзиром на посебна обележја издаваоца и хартија од вредности које се јавно нуде или укључују у трговање на регулисано тржиште (берзу), односно мултилатералну трговачку платформу омогућавају инвеститорима да изврше објективну процену имовине и обавеза, правног и финансијског положаја, пословних добитака и губитака, као и потенцијалних пословних резултата издаваоца и гаранта емисије уколико постоји, као и права која проистичу из понуђених хартија од вредности.¹² Основна улога проспекта је заштитна, с обзиром на то да је његов основни циљ да заштити интересе потенцијалних инвеститора. Успостављањем обавезе његовог објављивања у случају упућивања јавне понуде хартија од вредности настоји се ублажити информациону асиметрија која, пре спровођења трансакције, постоји између издаваоца с једне и улагача и шире јавности, с друге стране.¹³

валута се аутоматски креира рударењем као награда за одржавање DLT; 3) виртуелна валута је јединствена и није замењива с другом виртуелном валутом; 4) виртуелна валута се нуди физичким и правним лицима којих је укупно мање од 150 по држави чланици ЕУ у којој та лица делују за сопствени рачун; 5) укупна вредност јавне понуде виртуелних валута у ЕУ током периода од 12 месеци не прелази милион евра, односно истоветан износ у другој валути или виртуелној валути; 6) јавна понуда виртуелних валута упућена је искључиво институционалним инвеститорима и виртуелну валуту искључиво могу поседовати институционални инвеститори. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 4 (2).

¹¹ Јовановић, Н. (2000). Обавезност јавне понуде за продају вредносних папира у међународном, упоредном и домаћем праву. *Право и привреда*, 5–8, 438.

¹² Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016. и 9/2020, чл. 15, ст. 1.

¹³ Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и привреда*, 4–6, 304.

Емитент не сме злоупотребити свој положај тако што ће у проспекту неупадљиво приказати неповољне податке, истичући повољне, и на тај начин створити код улагача погрешну представу о било којој чињеници у вези са емисијом, која је значајна за оцену исплативости и ризичности куповине понуђених хартија од вредности. Уколико улагач претрпи штету услед нетачног, непотпуног или „улепшаног“ проспекта (нпр. после емисије курс издатих хартија од вредности падне, кад се открије мањкавост проспекта), наступа одговорност издаваоца и његових помагача у емисији.¹⁴

Истоветно проспекту, обавеза објављивања белог папира о виртуелним валутама представља меру заштите потрошача, односно улагача. Наиме, улога састављања и објављивања белог папира у емисији виртуелних валута истоветна је улози проспекта у вези са емисијом хартија од вредности. Они имају за циљ да представе на поштен, јасан и необмањујући начин значајну количину података о емитованим виртуелним валутама, укључујући опасности које могу настати у вези са виртуелним валутама, као и о самом емитенту.¹⁵

У Предлогу Уредбе о тржиштима криптовалута наводи се да би бели папир требало да садржи детаљне информације о: издаваоцу и главним учесницима укљученим у осмишљавање и развој пројекта; самом пројекту; врсти виртуелне валуте као и разлозима због којих ће бити понуђена јавности, односно за коју ће се тражити укључење за трговање; детаљан опис обележја јавне понуде укључујући и број понуђених виртуелних валута, цене емисије, услова и одредби о претплати; детаљан опис права и обавеза повезаних за виртуелним валутама, односно процедура и услова за остваривање тих права; информације о основној технологији и стандардима које примењује издавалац виртуелне валуте, а који омогућавају држање, чување и пренос те валуте; детаљан опис ризика који се односе на емитента, виртуелну валуту, јавну понуду виртуелне валуте и имплементацију пројекта који се финансира емисијом понуђених виртуелних валута.¹⁶

С друге стране, Закон о дигиталној имовини предвиђа да је издавање виртуелних валута у Републици Србији дозвољено, без обзира на то

¹⁴ Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 470.

¹⁵ Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 441.

¹⁶ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 5 (1).

да ли је за њу сачињен и/или одобрен бели папир.¹⁷ Међутим, како Закон не успоставља обавезу издавања белог папира, тако је иста остављена као могућност емитентима.¹⁸ Овде би ваљало указати да је Закон о дигиталној имовини значајно либералнији у питању обавезе објављивања белог папира, посебно имајући у виду ризичност и неизвесност која прати емисију дигиталних токена, у односу на Закон о тржишту капитала, који таксативно наводи под којим условима емитент није обавезан да сачини и објави проспекат о емисији хартија од вредности.¹⁹ Узимајући у обзир ризик од делимичног или потпуног губитка уложених средстава, али и то да се на инвестирање у дигиталне токене не примењују правила којима се уређује осигурање депозита, прописи о заштити улагача, односно прописи којима се уређује заштита корисника финансијских услуга остаје упитно решење предвиђено Законом о дигиталној имовини о необавезности сачињавања и објављивања белог папира. Како не постоји обавезност објаве белог папира, остаје питање у којим ситуацијама ће се емитент одлучити да сачини и објави бели папир.

Закон одређује бели папир као документ који се објављује приликом издавања дигиталне имовине и који садржи податке о издаваоцу дигиталне имовине,²⁰ о иницијалној понуди која омогућава улагачима

¹⁷ Закон о дигиталној имовини, чл. 16, ст. 2.

¹⁸ Користећи законску могућност издавалац Владимир Павићевић, брокер из Јагодине, огласио је иницијалну понуду за куповину 7.700.000 појединачних јединица дигиталне валуте лазар. Народна банка Србије реаговала је хитним саопштењем да није издала ниједно одобрење за бели папир који се иначе објављује приликом емисије виртуелних валута, истичући да је за оглашавање противно одредбама Закона о дигиталној имовини прописана новчана казна и до пет милиона динара. На саопштење НБС, издавалац је изјавио да нема места санкционисању, позивајући се на члан 17 (ст. 2, т. 4) Закона, који допушта оглашавање иницијалне понуде дигиталне имовине за коју није одобрен бели папир уколико је вредност дигиталне имовине мања од 100.000 евра, што је у овом случају испуњено будући да је вредност дигиталне имовине лазар износила 64.245 евра. На овом примеру видимо да законска одредба о необавезности објављивања белог папира води потенцијалним злоупотребама на тржишту, али и дискреционом одлучивању надлежних надзорних органа. Више о томе доступно на: <https://www.ekapija.com/news/3337442/izdavalac-domace-kriptovalute-lazar-tvrdi-da-je-sve-po-zakonu-planira-izdavanje> (приступљено: 23. 12. 2021).

¹⁹ Више о томе видети: Закон о тржишту капитала, чл. 12.

²⁰ Уколико је издавалац дигиталне имовине правно лице, бели папир мора садржати следеће податке о издаваоцу: 1) пословно име издаваоца; 2) адреса седишта издаваоца; 3) правну форму организовања издаваоца; 4) матични број издаваоца; 5) назив одговарајућег регистра привредних субјеката у који је издавалац уписан; 6) број телефона и адресу електронске поште издаваоца; 7) датум оснивања и регистрације издаваоца; 8) уколико је издавалац део групе, подаци о групи и положају издаваоца унутар те групе; 9) подаци о повезаним лицима издаваоца. Уколико је издавалац физичко лице, бели папир мора садржати његово име и презиме, ЈМБГ уколико је

(инвеститорима) да донесу информисану одлуку која се односи на улагање у дигиталну имовину и разумеју ризике везане за иницијалну понуду и дигиталну имовину која се нуди. Такође, бели папир обавезно мора да садржи упозорење о ризицима карактеристичним за улагање у дигиталну имовину која је предмет иницијалне понуде.²¹ Уколико се дигитални токени издају са циљем да се финансира емитент, односно конкретан пројекат емитента, бели папир мора да садржи појединости о планираном коришћењу прикупљених средстава. С друге стране, ако се дигитални токени емитују са циљем који није финансирање конкретног емитентовог пројекта, неопходно је то навести у белом папиру, уз одговарајуће образложење разлога за издавање дигиталних токена.²²

Иницијална понуда дигиталне имовине за коју није одобрен бели папир се не може оглашавати у Републици, осим у складу са актом надзорног органа. Изузетно од овог правила, издавалац може оглашавати иницијалну понуду дигиталних токена за коју није одобрен бели папир у следећим случајевима: 1) иницијална понуда је упућена мањем броју од 20 физичких и/или правних лица; 2) укупан број дигиталних токена који се издају није већи од 20; 3) иницијална понуда је упућена купцима/инвеститорима који купују/улажу у дигиталну имовину у вредности од најмање 50.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према еврџу који утврђује Народна банка Србије на дан куповине/улагања, по купцу/инвеститору; 4) укупна вредност дигиталне имовине коју током периода од 12 месеци издаје један издавалац је мања

издавалац држављанин Републике Србије, а број пасоша и државу издавања пасоша уколико је издавалац странац, као и адресу електронске поште. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, *Службени гласник РС*, бр. 69/2021, чл. 3.

²¹ Закон о дигиталној имовини, чл. 20.

²² У белом папиру неопходно је инкорпорисати додатне информације о правима и обавезама које произлазе из дигиталних токена: 1) детаљан опис права и обавеза која има лац дигиталног токена има према издаваоцу, односно према трећем лицу (уколико таква права постоје), а најмање опис обавеза издаваоца дигиталних токена; 2) могућност располагања дигиталним токенима, уз опис свих ограничења права располагања, 3) опис планираног метода трговине на секундарном тржишту; 4) план укључивања на постојеће платформе за трговање дигиталним токенима, односно план за формирање нове платформе за трговање дигиталним токенима (уколико постоји); 5) број дигиталних токена који се нуди, односно начин одређивања броја дигиталних токена који се нуди; 6) врста, односно својства дигиталних токена, укључујући информацију о томе да ли се дигитални токени замењују за другу дигиталну имовину и/или новац, као и да ли дигитални токени имају све или поједине одлике финансијских инструмената, а ако имају назнаку о томе који су то инструменти. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 4. и 5.

од 100.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према еврџу који утврђује Народна банка Србије.²³

Закон оставља могућност да надлежни орган – Комисија за хартије од вредности одбије захтев издаваоца дигиталних токена да објави бели папир из разлога које таксативно наводи (нпр. стечај издаваоца, ликвидација, садржај белог папира доводи у заблуду или је нетачан итд.) али и из додатних разлога које надлежни органи могу да утврде подзаконским актима. Тиме је за доносиоце подзаконских аката отворено питање да, у складу са својим ставовима према дигиталним токенима, уведу додатне рестрикције.²⁴

Закон прописује да је објављивање белог папира који није одобрен у складу са законом дозвољено под условом да се приликом његовог објављивања и током иницијалне понуде дигиталних токена на коју се односи тај бели папир јасно наведе да тај бели папир није одобрен.²⁵ Издавалац дигиталних токена за чију иницијалну понуду није одобрен бели папир, нити било које треће лице, не сме ту иницијалну понуду да оглашава у штампаним и електронским медијима, на отвореним површинама и путем интернета.²⁶ Дакле, у случају да није одобрено објављивање белог папира или исто није ни тражено, па и у случају да бели папир није написан, издавање дигиталних токена није забрањено, већ је оглашавање забрањено.²⁷

Имајући у виду одредбе Закона о дигиталној имовини које се односе на одобрење белог папира и оглашавања, сматрамо да бели папир начелно треба да постоји, не само из разлога усклађености са правилима Закона о тржишту капитала која се односе на садржај проспекта, већ, пре свега, ради слања веродостојног сигнала потенцијалним инвеститорима да иза иницијалне понуде дигиталних токена стоји професионалан тим са конкурентним производом у који су уложени значајно време и труд. Поред наведеног, уколико претпоставимо да су дигитални токени уподобљени серијским хартијама од вредности, уочавамо да је издавалац дигиталних токена у повлашћеном положају наспрам издаваоца хартија

²³ Закон о дигиталној имовини, чл. 17.

²⁴ Мотика, Ж. (2021). *ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини*. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).

²⁵ Закон о дигиталној имовини, чл. 17, ст. 3.

²⁶ Правилник о оглашавању иницијалне понуде дигиталних токена за коју није одобрен бели папир и оглашавању у вези са дигиталним токенима за које није одобрен накнадни бели папир, *Службени гласник РС*, бр. 69/2021, чл. 3–7.

²⁷ Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*, Belgrade: Institute of Comparative Law, 305.

од вредности будући да не постоји законска обавеза објављивања белог папира. То је додатни разлог зашто је неопходно увести обавезно објављивање белог папира, како би се омогућио равноправан положај свих учесника на тржишту.

Одговорна лица за мањкавост проспекта, односно белог папира

Одговорност за садржај проспекта, односно белог папира настаје у случају његове манљиве садржине. Садржина проспекта, односно белог папира је манљива када није усклађена са прописима о његовој потпуности, тачности и јасности. Узимајући у обзир врсту мане, пројект може да буде непотпун, нетачан или кривотворен („улепшан“, „криво наводећи“).²⁸ Питање одговорности за садржину проспекта је комплексно и обухвата низ правних питања попут: нетачност и непотпуност проспекта, питање каузалности (узрочне везе између манљивог садржаја проспекта и наступеле штете), питање терета доказивања, лица која могу бити одговорна за садржај проспекта (пасивна легитимација), природе и принципа њихове одговорности, питање утицаја степена кривице на њихову одговорност (ако одговарају по принципу субјективне одговорности), лица која могу поднети захтев за накнаду штете (активно легитимисана лица), као и питање обима накнаде штете и застарелости захтева за накнаду штете.²⁹

На првом месту потребно је одредити лице које је одговорно за мањкаву садржину проспекта. Како у домаћем праву, тако и у упоредном законодавству, као одговорно лице за садржај проспекта претпоставља се издавалац.³⁰ Такво решење јесте логично имајући у виду да издавалац заправо и „продукује“ информације садржане у проспекту. По правилу, издавалац је адресат обавезе објављивања проспекта, било да је реч о проспекту при јавној понуди хартија од вредности, било да је реч о

²⁸ Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и привреда*, 4–6, 311.

²⁹ Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 276.

³⁰ Закон одређује издаваоца хартија од вредности као домаће или страног правно лице приватног или јавног права, које издаје или предлаже издавање хартија од вредности, а уколико се ради о депозитним потврдама, издаваоцем се сматра лице које издаје хартије од вредности које представљају те депозитне потврде. Издавалац је јавно друштво уколико испуњава бар један од прописаних услова: 1) успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија; 2) чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП и ОТП у Републици Србији. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021, чл. 2, ст. 1, т. 99. и 100.

проспекту који се објављује приликом укључења хартија од вредности и других финансијских инструмената на регулисано тржиште (берзу), односно мултилатералну трговачку платформу.³¹

Закон о тржишту капитала из 2011. године предвиђа могућу одговорност за садржај проспекта у односу на широк круг лица, а да притом углавном не предвиђа услове под којима та лица одговарају за садржај проспекта. Када проспект или скраћени проспект садржи погрешне, нетачне или податке који доводе у заблуду, односно када су изостављене битне чињенице одговорност сноси: 1) издавалац, директор и чланови управног одбора издаваоца, осим уколико члан управног одбора није гласао против одобрења јавне понуде;³² 2) лице које упућује понуду, а није издавалац (понуђач); 3) гарант (јемац) у вези са издавањем хартија од вредности;³³ 4) инвестиционо друштво које пружа услуге покровитеља (енг. market maker) или агента емисије у вези са јавном понудом; 5) независни ревизори издаваоца, искључиво у вези са финансијским извештајима који су укључени у проспект, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији и 6) друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим подацима (нпр. рачуновођа, адвокат).³⁴ На основу слова Закона констату-

³¹ Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 277.

³² Недавно усвојени Закон о тржишту капитала јасно прави разлику да одговорно лице за садржај проспекта може бити директор или чланови одбора директора код друштва са једнодомним управљањем, односно чланови надзорног одбора, извршни директори или чланови извршног одбора код друштва са дводомним управљањем, односно чланови управног и извршног одбора код банака, осим уколико неко од ових лица није гласало против јавне понуде и/или укључења у трговање на организовано тржиште, Закон о тржишту капитала, 2021, чл. 45, ст. 1, т. 2. Новоусвојеним Законом отклоњен је пропуст који је начињен у Закону о тржишту капитала из 2011. године, који је предвидео одговорност чланова управног одбора, што је у супротности са Законом о привредним друштвима (ЗПД) који је истовремено усвојен. Наиме, ЗПД прописује да привредна друштва немају управни одбор, већ у случају дводомног управљања поред скупштине и једног или више директора, имају и надзорни одбор. То је разлог зашто је наведена одредба ЗТК о одговорности чланова управе за мањкавост проспекта остала неприменљива у пракси. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014. – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019. и 109/2021, чл. 198.

³³ Занимљиво је да је законодавац предвидео одговорност гаранта за мањкаву садржину проспекта у емисији хартија од вредности, а да притом није дефинисао ко је гарант. Гарант или јемац је лице које пружа неку врсту средстава обезбеђења (персонална или реална) у циљу испуњења обавеза које произлазе из облигационоправних хартија од вредности које емитент издаје јавном понудом.

³⁴ Закон о тржишту капитала 2011, чл. 19, ст. 1, т. 1–6. Упоредити: Закон о тржишту капитала 2021, чл. 45, ст. 1, т. 1–7.

јемо да издавалац, као и друга побројана лица, објективно одговарају за штету коју су претрпели улагачи услед мањкавости проспекта.³⁵ Наведена одредба Закона нам недвосмислено имплицира да емитент објективно одговара за штету инвеститорима, чак и када није знао за ману садржану у проспекту. Издавалац не може оспоравати одговорност непостојањем своје кривице, будући да она није услов за њено наступање.³⁶

Када је реч о одговорности других лица (нпр. понуђача, који није истовремено издавалац, директора и чланова одбора директора издаваоца,³⁷ гаранта емисије, покровитеља или агента емисије у вези са јавном понудом хартија од вредности) Закон о тржишту капитала не садржи изричиту норму о њиховој солидарној одговорности са издаваоцем. Ипак, у недостатку посебне одредбе Закона, могу се применити општа правила Закона о облигационим односима о одговорности више лица за исту штету. Наиме, за штету коју је више лица проузроковало заједно, сви учесници одговарају солидарно.³⁸ Солидарно одговарају за проузроковану штету и лица која су је проузроковала радећи независно једно од другог, ако се не могу утврдити њихови удели у проузрокованој штети. Кад је несумњиво да је штету проузроковало неко од два или више одређених

³⁵ Јовановић, Н. (2011). Нови законодавни „мућак“ Србије у MiFID окружењу. У: *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (ур. Вук Радовић). Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 271.

³⁶ На овом месту ваљало би споменути одредбу некадашњег Закона о тржишту хартија од вредности који је предвиђао да само издавалац и покровитељ емисије одговарају објективно улагачима за штету коју претрпе услед мањкавости проспекта, док, с друге стране, остала лица која су учествовала у изради проспекта (чланови управе издаваоца, ревизор, рачуновођа, адвокат и сл.) одговарају субјективно, при чему се њихова савесност претпоставља (да су знала, односно због природе посла који обављају морала знати да су подаци наведени у проспекту нетачни или непотпуни). Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006, чл. 27, ст. 7.

³⁷ У упоредном праву постоји солидарна одговорност чланова управе са издаваоцем за штету причињену улагачима због мањкавости проспекта уколико су кумулативно испуњена два услова: да су учествовали у изради проспекта и да су притом били несавесни, односно да су знали, или због природе посла који обављају морали знати да су подаци у проспекту непотпуни или неистинити. Право Велике Британије прописује да су сва лица која су имала положај директора у моменту објављивања проспекта одговорна. Одговорност деривира из њиховог положаја, без обзира на то да ли су или нису учествовала у изради проспекта. Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell, 674.

³⁸ Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89. – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93, *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003. – Уставна повеља, *Службени гласник РС*, бр. 18/2020, чл. 206, ст. 1.

лица која су на неки начин међусобно повезана, а не може се утврдити које је од њих штету проузроковало, та лица одговарају солидарно.³⁹

Емитент може бити имовинскоправно и казненоправно одговоран улагачима. Санкционисање емитента и његових помагача у емисији по основу општих кривичних дела показало се неделотворним у пракси. Општа кривична дела као што су превара, утаја, проневера темеље се на кривичи учиниоца, а најчешће на његовом умишљају.⁴⁰ Како у трговини хартијама од вредности учествују углавном правна лица, кривица се тешко доказује. Из тог разлога, у берзанском праву се предвиђају посебна кривична дела, чији учиниоци објективно одговарају чим су извршили радњу дела, без обзира на свој психички однос према радњи и њеној последици. Тиме се пружа боља заштита улагачима, јер строже санкционисање одвраћа професионалце од тржишних злоупотреба и малверзација. Међутим, домаће берзанско право не регулише кривична дела којима би се санкционисала одговорна лица за мањкавост проспекта.⁴¹

Одговорно лице, које није издавалац, може спречити наступање своје одговорности на два начина. Прво, уколико проспект или извештај још није објављен, одговорно лице може да поднесе оставку на функцију коју обавља, чим сазна за ману проспекта, а не може да је отклони пре објављивања. Са овим начином спречавања одговорности требало би изједначити издвајање писменог мишљења одговорног лица (нпр. члана одбора директора) у коме би се указало на грешке у проспекту и неслагање са истим.⁴² Други начин у спречавању одговорности примењује се кад је одговорно лице сазнало за ману проспекта или извештаја, након

³⁹ Закон о облигационим односима, чл. 206, ст. 3. и 4.

⁴⁰ Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 484.

⁴¹ У домаћем праву, усвајањем Закона о тржишту капитала 2011. године дерогирани су кривична дела која су санкционисала одговорна лица у случају мањкавости проспекта. Наиме, према Закону из 2006. године који је уређивао тржиште хартија од вредности била су прописана два посебна кривична дела: 1) емисија хартија од вредности објављивањем мањкавог проспекта и 2) објављивање мањкавог извештаја о емитентовом пословању. Лице које у проспекту, као и у сваком другом облику јавног оглашавања а у вези са емисијом и трговином хартијама од вредности објави неистините податке о правном и финансијском положају емитента, или његовим пословним могућностима, и друге неистините чињенице које су релевантне за доношење инвестиционе одлуке, или не објави потпуне податке о тим чињеницама – казниће се новчаном казном или затвором до три године. Уколико се овим делом изазове поремећај на регулисаном тржишту (берзи), запређена је казна затвора од једне до пет година за учиниоца. Више о томе: Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, чл. 248.

⁴² Јовановић, Н. (2008). *Финансијска тржишта* (Васиљевић, М., Васиљевић, Б., Малинић, Д. ур.). Београд: Комисија за хартије од вредности, 467.

објављивања проспекта. Тада може да спречи своју одговорност ако јавност информише на адекватан начин да је проспект, односно извештај мањкав и да је објављен без његовог пристанка.⁴³ Уколико је одговорно лице разумно веровало у истинитост и тачност података у проспекту и извештају, чак и ако је било небитног пропуста за које је знало у часу објављивања, неће бити одговорно уколико предузме разумне кораке да грешку исправи и обавести улагаче. Такође, одговорно лице неће се сматрати одговорним уколико се поуздало у мишљење и став експерта за кога је оправдано веровало да поседује адекватну стручност и искуство.⁴⁴

С друге стране, уколико поредимо решења која се односе на одговорност издаваоца дигиталних токена у односу на издаваоце хартија од вредности, запажамо да законодавац настоји да пружи адекватну правну заштиту улагачима у дигиталну имовину. Наиме, Закон о дигиталној имовини предвиђа обавезу издаваоца да интересе улагача стави испред сопствених, те да послује поштено, правично и професионално, у складу са најбољим интересима улагача. Законодавац предвиђа да све маркетиншке активности које издавалац предузме морају бити истините, јасне и не смеју доводити у заблуду потенцијалне инвеститоре.⁴⁵ Издаваоци дигиталне имовине су обавезни да пре успостављања пословног односа са корисником дигиталне имовине, односно пре емисије дигиталних токена обавесте улагаче о ризицима обављања трансакција с дигиталном имовином, укључујући ризик од делимичног или потпуног губитка новчаних средстава, односно друге имовине, као и о томе да се на трансакције с дигиталном имовином не примењују прописи којима се уређује осигурање депозита или заштита инвеститора, као ни прописи којима се уређује заштита корисника финансијских услуга.⁴⁶

Закон о дигиталној имовини експлицитно наводи да одговорност сноси издавалац и одговорно лице издаваоца, односно заступник издаваоца уколико бели папир садржи погрешне, нетачне или податке који доводе у заблуду, односно ако су изостављене битне чињенице.⁴⁷ Осим

⁴³ Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 491. Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 284.

⁴⁴ Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford, 97.

⁴⁵ Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 423.

⁴⁶ Закон о дигиталној имовини, чл. 15, ст. 2.

⁴⁷ Од поменутих лица се тражи да бели папир обавезно садржи изјаву којом изјављују да су према њиховим сазнањима подаци у белом папиру у складу са чињеницама, као и да нису изостављене чињенице које би могле да утичу на истинитост

издаваоца, одговорни за мањкавост белог папира могу бити: 1) независни ревизори издаваоца (друштво за ревизију, самостални ревизор и/или овлашћени лиценцирани ревизор), искључиво у вези са информацијама из финансијских извештаја који су укључени у бели папир, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији; 2) друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу белог папира за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим информацијама (нпр. рачуновођа, адвокат).⁴⁸ На основу претходно наведеног, запажамо да је делокруг одговорних лица за мањкавост белог папира истоветан одредбама Закона о тржишту капитала, које се односе на одговорност независног ревизора и другог лица за мањкаву садржину проспекта.⁴⁹

**Одговорност Комисије за хартије од вредности
за истинитост и потпуност података садржаних у проспекту,
односно белом папиру**

Закон о тржишту капитала изричито искључује одговорност Комисије за хартије од вредности за истинитост и целовитост података наведених у било ком делу одобреног проспекта, односно скраћеног проспекта за јавну понуду или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно мултилатералну трговачку платформу.⁵⁰ Овакво решење сматрамо само делимично исправним. Комисија за хартије од вредности не испитује тачност наведених података садржаних у проспекту, па је искључење њене одговорности у том делу оправдано. Међутим, будући да Комисија испитује потпуност података садржаних у проспекту, с аспекта постојања или непостојања података који су као обавезна садржина проспекта предвиђени законом и подзаконским актима, искључење одговорности Комисије у том делу не може се сматрати оправданим. У том случају, требало би да одговара Република Србија, услед пропуста у обављању службене дужности лица која су запослена у Комисији за хартије од вредности, чији је оснивач Република Србија.⁵¹

и потпуност белог папира. Поред тога, бели папир обавезно садржи информације о издаваоцу, односно заступнику издаваоца. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 9, ст. 1. и 2.

⁴⁸ Закон о дигиталној имовини, чл. 21, ст. 1. и 2.

⁴⁹ Упоредити са Законом о тржишту капитала 2021, чл. 45, ст. 1, т. 6. и 7.

⁵⁰ Закон о тржишту капитала, чл. 19, ст. 5. Истоветно решење предвиђено је чл. 45, ст. 7. недавно усвојеног Закона о тржишту капитала.

⁵¹ Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 289.

Ни у упоредном законодавству не постоји јединствено решење у питању одговорности надлежног регулаторног органа на тржишту капитала. Уредба ЕУ о проспекту искључује одговорност надлежног регулаторног органа, предвиђајући да је меродавно искључиво национално право. Према слову Уредбе, државе чланице ЕУ су обавезне да њихове националне прописе о правној одговорности надлежног регулаторног тела примењују само на проспекте које је одобрило њихово надлежно тело.⁵² Дакле, питање правне одговорности надлежног регулаторног органа на тржишту капитала препуштено је државама чланицама да аутономно уређују својим прописима.

Истоветно решење које се односи на искључење одговорности Комисије за хартије од вредности за истинитост и потпуност података наведених у проспекту прихваћено је и у емисији дигиталних токена.⁵³ Наиме, Република Србија, Комисија за хартије од вредности и други надлежни органи и органи јавне власти не сnose одговорност за било коју евентуалну штету и губитке које инвеститори и/или трећа лица претрпе у вези са улагањем у дигиталне токене који се издају.⁵⁴

С тим у вези, значајно питање за све будуће пружаоце услуга повезаних са дигиталном имовином тиче се издавања дозвола и вршење надзора над спровођењем Закона. Наиме, Закон наводи да Народна банка Србије и Комисија за хартије од вредности неће имати дискреционо право приликом одлучивања, већ да ће издавати дозволе искључиво уколико утврде да су испуњени сви Законом предвиђени услови. Сасвим оправдано постављамо питање колико је постојећи кадар државне управе образован и оспособљен за одлучивање и спровођење надзора када је посреди веома осетљива област као што је емисија дигиталних токена.

⁵² Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, чл. 20, ст. 9.

⁵³ О положају Комисије за хартије од вредности видети: Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С. (2017). Улога Комисије за хартије од вредности у поступку надзора над пословањем инвестиционих друштава. У: *Правнички дани – Проф. др Славко Царић – Независности правосуђа*, XIV међународни научни скуп. Нови Сад: Правни факултет за привреду и правосуђе, 351–362.

⁵⁴ Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 7, ст. 2.

ЗАКЉУЧАК

Значај извештавања јавности о планираним и предузетим инвестицијама је неопходан. Прикривање података, односно давање неистинитих и непотпуних података у проспекту / белом папиру и извештају, као и неблаговремено објављивање извештаја издаваоца хартија од вредности / виртуелних валута може имати несагледиве последице не само на предметну емисију и трговину, већ и на целокупно финансијско тржиште једне земље. Стога је било неопходно правно уредити емисије хартија од вредности, односно виртуелних валута одређивањем услова под којима емитенти и друга одговорна лица одговарају за мањкавост емисије.

Усвајањем Закона о дигиталној имовини, Србија се позиционирала међу малобројним државама са детаљним правним, али и пореским оквиром, који регулише употребу виртуелних валута. Тиме се трасира пут за развој иновација, привлачење страног знања и капитала, што би неминовно требало да допринесе даљем развоју индустрије дигиталне имовине. С обзиром на то да је држава увидела могућности које доноси емисија и трговина виртуелних валута, сва је прилика да се развије финансијско тржиште дигиталне имовине, те да се тиме надомести јаз који прати тржиште капитала последњих 30 година. Наравно, остаје да се види до које мере ће надлежни органи бити у стању да са постојећим техничким, али и кадровским ресурсима испрате примену Закона у пракси, нарочито имајући у виду децентрализованост блокчејн технологије.

ЛИТЕРАТУРА

- Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell.
- Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Заштити колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион.
- Јовановић, Н. (2000). Обавезност јавне понуде за продају вредносних папира у међународном, упоредном и домаћем праву. *Право и привреда*, 5–8.
- Јовановић, Н. (2008). *Финансијска тржишта* (Васиљевић, М., Васиљевић, Б., Малинић, Д. ур.). Београд: Комисија за хартије од вредности.
- Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Јовановић, Н. (2011). Нови законодавни „муњак“ Србије у MiFID окружењу. У: *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (Вук Радовић ур.), Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.

- Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и привреда*, 4–6.
- Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4.
- Мотика, Ж. (2021). ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).
- Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене. *Службени гласник РС*, бр. 69/2021.
- Правилник о оглашавању иницијалне понуде дигиталних токена за коју није одобрен бели папир и оглашавању у вези дигиталних токена за које није одобрен накнадни бели папир. *Службени гласник РС*, бр. 69/2021.
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937.
- Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. *Official Journal of the European Union*, L 168, čl. 20, st. 9.
- Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford.
- Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С. (2017). Улога Комисије за хартије од вредности у поступку надзора над пословањем инвестиционих друштава. У: *Правнички дани – Проф. др Славко Царић – Независности правосуђа*, XIV међународни научни скуп. Нови Сад: Правни факултет за привреду и правосуђе.
- Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law.
- Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштити колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион.

Правни извори

- Закон о дигиталној имовини, *Службени гласник РС*, бр. 153/2020.
- Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89. – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93, *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003. – Уставна повеља, *Службени гласник РС*, бр. 18/2020.
- Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014. – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019. и 109/2021.
- Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016. и 9/2020.
- Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.
- Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006.

*Ranko P. Sovilj**
Institute of Social Sciences, Belgrade
ORCID: 0000-0002-4048-8528

**SIMILARITIES AND DIFFERENCES
IN THE ISSUANCE OF SECURITIES AND DIGITAL
ASSETS – THE ISSUE OF LEGAL RESPONSIBILITY
OF THE ISSUER****

ABSTRACT: The evolution of the financial market has given rise to new instruments of trade – digital assets. Considering the diversity and inhomogeneity of digital assets, the author analysed the legal position of digital tokens compared to that of securities, including their resembling features. Therefore, in the first part of the paper, the author analyses the issuance of digital assets. The central part of the paper is dedicated to a critical review and analysis of the issuer's legal responsibility for a faulty or deficient prospectus, that is, a white paper, with particular reference to the network of (passively) responsible individuals. Hence, this research aims to highlight the similarities and differences accompanying the issuance of securities and digital assets (tokens). Finally, using the normative and comparative method, the author concludes that despite the many

* soviljpeca@gmail.com, Research Associate Institute of Social Sciences, Belgrade.

** The paper was received on December 29, 2021, the amended version of was submitted on March 3, 2022 and the paper was accepted for publication on June 10, 2022.

The translation of the original article into English is provided by the *Glasnik* of the Bar Association of Vojvodina.

The paper was written as part of the Research Program of the Institute of Social Sciences for 2022, which is supported by the Ministry of Education, Science and Technological Development of the Republic of Serbia

advantages of legalizing the issuance and secondary trading of digital assets, the issuance of digital tokens is accompanied by risks and certain inequalities compared to the issuance of securities.

Keywords: issuer's responsibility, securities, issuance of securities, prospectus, digital assets, digital tokens, initial coin offering, white paper

INITIAL CONSIDERATIONS

The history of the financial market, stock, and over-the-counter business testifies to numerous frauds, embezzlements, and speculations, the main participants of which were, among others, the issuers of securities. The rapid development of technologies has given birth to new financial instruments, such as digital assets (digital currencies, cryptocurrencies). The functioning of the digital (virtual) currency market raises a number of legal questions about the potential risks of their use. These risks primarily arise from the specific technological infrastructure on which digital currencies are based. On the one hand, regulatory bodies are expected to monitor the development of the financial market without hindering financial innovation. However, they are also expected to take the interests of public order into account, i.e., the preservation of financial stability and, above all, protection against financial fraud (such as preventing money laundering and terrorist financing), as well as to protect unknowledgeable investors. In this regard, the question often raised before the regulatory authorities refers to the possibility of applying existing regulations (primarily, regulations that regulate the capital market) to various emerging forms of digital assets.

The Republic of Serbia adopted the Law on Digital Assets on December 29, 2020, thus joining the ranks of the few countries regulating the issuance and circulation of virtual currencies at the legislative level.¹ This paper will analyse the legal position of digital tokens, bearing in mind the diversity and inhomogeneity of digital assets and currencies (*security tokens*). Digital tokens are similar to serial securities in the sense that they provide their holders with certain rights and obligations. Since the initial public offering of virtual currencies, i.e., digital tokens, is used to finance the development of newly founded companies and start-ups, the question of applying regulations on the protection of investors and the capital market also arises. In this regard, the decisions of the newly adopted Law on Digital Assets *de lege lata* and *de lege ferenda* are

¹ Law on Digital Assets, *Official Gazette of the RS*, no. 153/2020.

linked to the decisions of the Law on the Capital Market regarding the responsibility of the issuer for the issuance of financial instruments, with the aim of providing protection to unknowledgeable investors. The subject matter of this research is limited to identifying responsible persons (passive identification), as well as the conditions under which they could be held responsible for reporting to the public and the publication and content of the prospectus, i.e., white paper in the issuance of virtual currencies. In this context, the paper will analyse the responsibility of the issuer for the publication of the prospectus, that is, the issuer of the white paper in the issuance of digital tokens in parallel, explicitly pointing out the need for a clear delimitation of the issuer's responsibility according to the Law on the Capital Market and the Law on Digital Assets.

THE ISSUANCE OF DIGITAL (VIRTUAL) CURRENCIES

The functioning of the virtual currency market (digital assets, digital currencies), which has been in its infancy in recent years, raises a series of legal questions about the risks of their use, primarily arising from the technological infrastructure on which they are based. The risks associated with the use of digital currencies have not yet been covered by a standardized legal and regulatory framework, although, at the global level, there are initiatives primarily aimed at preventing the abuse of virtual currencies for money laundering and terrorist financing purposes.² As part of the EU's Digital Finance Strategy (DFS), the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) has been proposed, which is currently in the first reading stage in the Council. The Republic of Serbia is one of the few countries that has regulated the use of virtual currencies at the legislative level, with the adoption of the Law on Digital Assets in 2020.

The Law on Digital Assets (hereinafter: LoDA) defines virtual currency, i.e., digital asset, as a digital representation of value that can be digitally bought, sold, exchanged, or transferred and used as a medium of exchange or for investment purposes. It also states that digital assets shall not include a digital representation of currencies that are a legal form of payment and other financial assets governed by other laws unless.³ LoDA makes a distinction between two types of digital assets - virtual currencies (cryptocurrencies) and

² Jovanić, T. (2021). Kriptovalute kao nov izazov zaštite potrošača. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law, 396.

³ Law on Digital Assets, Art. 2, paragraph 1, item 1.1.

digital tokens.⁴ Based on its legal definition, it appears that a digital asset is an asset/property/good on which a particular person has the right of ownership, is digitally recorded (in a digital database, such as *Distributed Ledger Technology - DLT* or any other technology that can serve this purpose), has a certain value, can be digitally bought, sold, exchanged or transferred, and the purpose of its use is for exchange or for investment purposes.⁵ Therefore, LoDA explicitly states that digital assets are not used for payment, i.e., that cryptocurrency is not money but a transaction in which cryptocurrency is provided for a service or a good is considered an exchange. *De facto*, this activity is a payment, but *de jure*, it is not. The concept of exchange was used to satisfy the National Bank of Serbia's stance that cryptocurrencies are not money, which further affected the legal position, as well as the tax treatment of cryptocurrencies.⁶

On the other hand, issuing digital tokens is a way for business entities to get fresh capital, i.e., funds for the realization of their business plans and strategies, through the *Initial Coin Offering (ICO)*. *Crowdfunding*, i.e., mining, an innovative and powerful way of raising fresh capital for newly founded companies from a comparative point of view, is probably the biggest benefit of the Law on Digital Assets for Serbian start-up companies.

The issuer of digital assets can be a domestic or foreign natural and/or legal person or entrepreneur. The issuance of virtual currencies (cryptocurrency) is under the jurisdiction of the National Bank of Serbia, while the Securities Commission is entrusted with the jurisdiction over the issuance of digital tokens. If a digital asset contains features of virtual currencies and digital tokens, it falls under the jurisdiction of both institutions.⁷ The law governing the capital market will be applied to the issuance of digital assets with all the features of a financial instrument and to the secondary trading and the provision of services connected with such digital assets. As an exception to this rule, the law governing the capital market shall not apply to the issuing

⁴ The Law defines virtual currency as a type of digital assets that is not issued or guaranteed by a central bank or public authority, that is not necessarily attached to a legal tender and that does not have the legal status of money or a currency, but that is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and that can be bought, sold, exchanged, transferred, and stored electronically. On the other hand, a digital token is defined as a type of digital assets and means any intangible property representing, in digital form, one or more property rights, which might include the right of a digital token user to specific services. Law on Digital Assets, Art. 2, items 2 and 3.

⁵ Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law, 301.

⁶ Motika, Ž. (2021). *ICO u Srbiji – Izdavanje digitalne imovine po Zakonu o digitalnoj imovini*. Available at: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (Accessed on 10. 12. 2021).

⁷ Law on Digital Assets, Art. 10.

of digital assets that have all the features of a financial instrument, nor to the secondary trading and the provision of services connected with such digital assets if all of the following conditions are met: 1) digital assets have no characteristics of shares; 2) digital assets are not fungible with shares; and 3) the total value of digital assets issued by a single issuer during a period of 12 months does not exceed EUR 3,000,000 in the dinar equivalent at the official middle exchange rate of the dinar against the euro determined by the National Bank of Serbia on the day of the issue, i.e., during the primary sale.⁸ Therefore, issuers who decide to issue digital assets that cumulatively meet all three aforementioned requirements can implement the issuance under a significantly simplified procedure, meeting only the requirements of the Law on Digital Assets as *lex specialis*, without the obligation to comply with the significantly stricter rules of the Law on the Capital Market both formally, and in terms of content capital. This reflects the advantage of the issuance and secondary trade of digital assets compared to the previous solutions of the Law on the Capital Market, from the point of view of entrepreneurs and start-up companies, since their access to funds is facilitated.

According to the proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets, the issuer of virtual currencies can only be a legal entity that offers any type of virtual currency to the public or requests the receipt of virtual currency on a virtual currency trading platform. This unequivocally implies that the issuer is not necessarily the creator or creator of the virtual currency itself. Therefore, issuers are economic entities that issue virtual currencies or provide different services related to different virtual currencies.⁹ The issuance of virtual currencies can take place in the form of a public offer made through the publication of a white paper or trading on crypto-assets trading platforms. The proposal for the Regulation requires that the issuers of virtual currencies must be exclusively legal entities, which are obliged to draft a white paper, notify the competent authorities, and publish it.¹⁰

⁸ Law on Digital Assets, Art. 7, items 1 and 2.

⁹ Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law, 435.

¹⁰ There are exceptions to this rule, referring to situations where publishing a white paper is not necessary and it does not apply: 1) the crypto-assets are offered for free; 2) the crypto-assets are automatically created through mining as a reward for the maintenance of the DLT or the validation of transactions; 3) the crypto-assets are unique and not fungible with other crypto-assets; 4) the crypto-assets are offered to fewer than 150 natural or legal persons per Member State where such persons are acting on their own account; 5) over a period of 12 months, the total consideration of an offer to the public of crypto-assets in the Union does not exceed EUR 1,000,000, or the equivalent amount in another currency or in crypto-assets; 6) the offer to the public of the crypto-assets is solely addressed to qualified

RESPONSIBILITY OF THE ISSUER FOR THE ACCURACY AND COMPLETENESS OF INFORMATION IN THE ISSUANCE OF SECURITIES AND VIRTUAL CURRENCIES (DIGITAL ASSETS)

Prospectus vs. white paper

The procedure of public issuance of securities presupposes a series of legal actions by which the issuer highlights the offer and sells securities to investors. One of the key stages in the procedure is certainly the publication of the prospectus. As a written document, a prospectus contains detailed information about a particular public issuance (which investors can reasonably expect), concerning the issuer and the securities to be offered to the public for sale.¹¹ In this regard, the prospectus shall contain all information which, according to the particular nature of the issuer and of the securities offered to the public or admitted to trading on a regulated market or MTF, is necessary to enable investors to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profit and losses, and prospects of the issuer and of any guarantor, and of the rights attaching to such securities.¹² The primary role of the prospectus is protective, given that its main goal is to protect the interests of potential investors. Establishing the obligation to publish it in the case of a public offer of securities seeks to alleviate the information asymmetry between the issuer, on the one hand, and the investors and the general public, on the other hand, prior to the implementation of the transaction.¹³

The issuer must not abuse its position by inconspicuously displaying unfavourable data and emphasizing favourable data in the prospectus to create a false impression among investors about any fact related to the issue significant for evaluating the level of profitability and risk of the purchase of the offered securities. If the investor suffers damage as a result of an incorrect, incomplete, or “embellished” prospectus (e.g., after the issuance, the price of the issued securities falls when the flaw in the prospectus is discovered), the question of responsibility of the issuer and its helpers in the issuance arises.¹⁴

investors and the crypto-assets can only be held by such qualified investors. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 4 (2).

¹¹ Jovanović, N. (2000). Obaveznost javne ponude za prodaju vrednosnih papira u međunarodnom, uporednom i domaćem pravu. *Pravo i privreda*, 5–8, 438.

¹² Law on the Capital Market, *Official Gazette of RS*, No. 31/2011, 112/2015, 108/2016 and 9/2020, Art. 15, para. 1.

¹³ Marjanski, V. (2010). Nedostaci prospekta. *Pravo i privreda*, 4–6, 304.

¹⁴ Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*. Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade, 470.

As with the prospectus, the obligation to publish a white paper on virtual currencies/crypto-assets is a means of consumer protection, i.e., of investors. Namely, the role of drafting and publishing the white paper in the issuance of virtual currencies is identical to the role of the prospectus in connection with the issuance of securities. They are both meant to present a large amount of information about the crypto-asset issued in a fair, clear, and non-misleading way, including the potential dangers and risks in relation to the crypto-assets, and even about the issuer.¹⁵

The Proposal for a Regulation on Cryptocurrency Markets states that the crypto-asset white paper should contain the following information: a detailed description of the issuer and a presentation of the main participants involved in the project's design and development; a detailed description of the issuer's project, the type of crypto-asset that will be offered to the public or for which admission to trading is sought, and the reasons why it will be offered or why admission to trading is sought; a detailed description of the characteristics of the public offer, the number of crypto-assets that will be issued or for which admission to trading is sought, the issue price of the crypto-assets and the subscription terms and conditions; a detailed description of the rights and obligations attached to the crypto-assets and the procedures and conditions for exercising those rights; information on the underlying technology and standards applied by the issuer of the crypto-assets allowing for the holding, storing and transfer of those crypto-assets; a detailed description of the risks relating to the issuer of the crypto-assets, the crypto-assets, the offer to the public of the crypto-asset and the implementation of the project financed by the issuance of the offered crypto-assets.¹⁶

However, the Law on Digital Assets states that issuing digital assets in the Republic of Serbia is allowed, regardless of whether the relevant white paper has been produced and/or approved.¹⁷ Since LoDA does not establish an obligation to issue a white paper, it is left as an option for issuers.¹⁸ It is worth

¹⁵ Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law, 441.

¹⁶ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 5 (1).

¹⁷ Law on Digital Assets, Art. 16, para. 2.

¹⁸ Using the legal possibility, the publisher Vladimir Pavićević, a broker from Jagodina, announced an initial offer for the purchase of 7,700,000 individual units of the "Lazar" digital currency. The National Bank of Serbia responded with an urgent announcement that it did not issue any approval for the white paper that is normally published during the issuance of virtual currencies, emphasizing that an announcement against provisions of the Law on Digital Assets prescribes a monetary fine of up to 5,000,000 dinars. Upon the announcement of the NBS, the issuer stated that there is no place for sanctions, referring

noting that the Law on Digital Assets is significantly more liberal regarding the obligation to publish a white paper in comparison to the Law on the Capital Market, which specifies and lists the conditions under which the issuer is not required to create and publish a prospectus on the issuance of securities, especially regarding the level of risk and uncertainty that accompanies the issuance of digital tokens.¹⁹ Taking into account the risk of partial or complete loss of invested funds as well as the fact that the rules governing deposit insurance are not applied to investing in digital tokens, regulations on investor protection (governing the protection of users of financial services) remain a questionable solution provided by the Law on Digital Assets on the optional creation and publication of a white paper. As there is no legal obligation to publish a white paper, the question of the situations in which the issuer will decide to prepare and publish a white paper remains open.

The Law on Digital Assets defines a white paper as a document published at the issuance of digital assets, containing information on the issuer of digital assets²⁰ and the initial offering that allows investors to make an informed decision related to investing in digital assets and understand the risks associated with the initial offering and the digital assets being offered. The white paper must also contain a warning about the risks typical for the purchase of / investment in digital assets, which are the subject of the initial offering.²¹ If digital tokens are issued to finance the issuer, that is, a specific project of the issuer, the white paper must contain details on the planned use of the collected funds.

to Article 17 (para. 2, item 4) of LoDA, which allows advertising of the initial offer of digital assets for which no white paper has been approved if the value of the digital assets is less than 100,000 euros, which, in this case, was fulfilled, since the value of the Lazar digital property was 64,245 euros. In this example, we can see that the legal provision on the optional publication of the white paper leads to potential abuses on the market, but also to the discretionary decision-making of the competent supervisory authorities. More about this topic is available at: <https://www.ekapija.com/news/3337442/izdavalac-domace-kriptovalute-lazar-tvr-di-da-je-sve-po-zakonu-planira-izdavanje>, (Accessed on 23.12.2021).

¹⁹ For more information, see: Law on the Capital Market, Art. 12.

²⁰ If the issuer of digital assets is a legal entity, the white paper must contain the following information about the issuer: 1) business name of the issuer; 2) address of the issuer's headquarters; 3) legal form of the organization of the issuer; 4) personal identification number of the issuer; 5) name of the appropriate register of business entities where the issuer is registered; 6) telephone number and e-mail address of the issuer; 7) date of establishment and registration of the issuer's organization; 8) if the issuer is part of a group, information about the group and the position of the issuer within that group; 9) data on related parties of the issuer. If the issuer is a natural person, the white paper must contain the issuer's name and surname, ID number, if the issuer is a citizen of the Republic of Serbia, and the passport number and the country of issuance of the passport if the issuer is a foreigner, as well as the issuer's e-mail address. Rulebook on the White Paper and Subsequent White Papers Related to Digital Tokens, *Official Gazette of the RS*, No. 69/2021, Art. 3.

²¹ Law on Digital Assets, Art. 20.

On the other hand, if digital tokens are issued with a purpose other than financing a specific issuer's project, it is necessary to state this in the white paper with a suitable explanation of the reason for issuing digital tokens.²²

The initial offering of digital assets for which no white paper has been approved may not be advertised in the Republic of Serbia except under the act of the supervisory authority. As an exception to this rule, the issuer may advertise an initial offering of digital tokens for which a white paper has not been approved in the following cases: 1) the initial offering is addressed to fewer than 20 natural and/or legal persons; 2) the total number of digital tokens to be issued does not exceed 20; 3) the initial offering addressed to buyers/investors buying/investing in digital assets is no less than EUR 50,000 in the dinar equivalent at the official middle exchange rate of the dinar against the euro determined by the National Bank of Serbia on the date of purchase/investment, per buyer/investor; 4) the total value of digital assets issued by a single issuer during a period of 12 months does not exceed EUR 100,000 in the dinar equivalent at the official middle exchange rate of the dinar against the euro determined by the National Bank of Serbia.²³

The Law on Digital Assets leaves the possibility for the competent authority (the Securities Commission) to reject the request of the issuer of digital assets to publish the white paper for reasons stated in the Law on Digital Assets (e.g., issuer's bankruptcy, liquidation, white paper content is misleading or incorrect, etc.), or additional reasons the competent authorities may determine by by-laws. So, this represents an opportunity for the issuers of by-laws to follow their attitudes toward digital assets and introduce additional restrictions.²⁴

²² It is necessary to incorporate additional information about the rights and obligations arising from issuing digital tokens in the white paper: 1) a detailed description of the rights and obligations that the holder of the digital token has towards the issuer, i.e., towards a third party (if such rights exist), and at least a description of the obligations of the issuer of the digital tokens; 2) the possibility of managing the digital tokens, with a description of all restrictions within the right to manage the tokens, 3) a description of the planned method of trading on the secondary market; 4) a plan on joining the existing platforms for trading digital tokens, i.e., a plan for forming a new platform for trading digital tokens (if it exists); 5) the number of digital tokens offered, that is, the method of determining the number of digital tokens offered; 6) type, i.e., properties of digital tokens, including information on whether digital tokens are exchanged for other digital assets and/or money, as well as whether digital tokens have all or some of the features of financial instruments, and if they do, an indication of what those instruments are. Rulebook on the White Paper and Subsequent White Papers Related to Digital Tokens, Arts. 4 and 5.

²³ Law on Digital Assets, Art. 17.

²⁴ Motika, Ž. (2021). *ICO u Srbiji – Izdavanje digitalne imovine po Zakonu o digitalnoj imovini*. Available at: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (Accessed on 10. 12. 2021).

The Law on Digital Assets stipulates that publishing a white paper that has not been approved in accordance with this Law is allowed only if it is clearly indicated that the relevant white paper has not been approved during publishing and the initial offering of digital assets.²⁵ The issuer of digital tokens (or any third party) for whose initial offering a white paper has not been approved may not advertise the initial offering in print and electronic media, on open platforms and surfaces, or via the Internet.²⁶ Hence, when the publication of a white paper is not approved by the supervisory authority or not requested, and even when a white paper is not written, the issuance of digital assets is not prohibited. However, advertising them is prohibited under such circumstances.²⁷

Bearing in mind the provisions of the Law on Digital Assets that refer to the approval of the white paper and advertising, we believe that the white paper should, in principle, exist not only for the sake of compliance with the rules of the Law on the Capital Market relating to the content of the prospectus but above all, for presenting credibility to potential investors. This would send the message that there is a professional team with a competitive product in which significant time and effort have been invested behind the initial offering of digital tokens. Apart from the arguments above, if we assume that digital tokens are similar to serial securities, we can see that the issuer of digital tokens is in a privileged position compared to the issuer of securities, since there is no legal obligation to publish a white paper. This is another reason why introducing mandatory publication of the white paper is necessary – to enable and provide equality for all market participants.

PERSONS RESPONSIBLE FOR THE LACK OF ACCURACY, COMPLETENESS OR CLARITY OF THE PROSPECTUS OR WHITE PAPER

The legal responsibility for the content of the prospectus or the white paper arises if its content is deficient - misleading or incomplete. The content of the prospectus, that is, the white paper, is considered deficient/defective when it does not comply with the regulations on its completeness, accuracy,

²⁵ Law on Digital Assets, Art. 17, item 3.

²⁶ Regulation (Rulebook) on Advertising Initial Offerings of Digital Tokens for which no White Paper or Subsequent White Paper has been approved, *Official Gazette of the RS*, No. 69/2021, Arts. 3–7.

²⁷ Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law, 305.

and clarity. Depending on the nature of the defect, the prospectus may be incomplete, inaccurate, misleading, or falsified (“embellished”, “deceptive”).²⁸ The issue of legal responsibility, that is, liability for the content of a prospectus, is complex. It includes several legal issues, such as: inaccuracy and incompleteness of the prospectus; the issue of causality (causal relationship between the flawed content of the prospectus and the resulting damage); the issue of the burden of proof; identification of persons who may be responsible for the content of the prospectus (passive identification) and the nature and principles of their responsibility; the question of the influence of the degree of guilt of their liability (if they are held accountable according to the principle of subjective responsibility); the persons who can submit a claim for compensation (actively legitimized persons); as well as the question of the extent of compensation and the statute of limitations of compensation claims.²⁹

Firstly, it is necessary to determine the person responsible for the deficient content of a prospectus. Both in domestic law and in comparative legislation, the issuer is assumed to be the person responsible for the content of a prospectus.³⁰ Such a solution is logical, considering that the issuer actually “produces” the information contained in the prospectus. As a rule, the issuer is the addressee of the obligation to publish a prospectus, whether it is a prospectus published during a public offering of securities, or a prospectus published when securities and other financial instruments are listed on a regulated market (stock exchange), i.e., a multilateral trading platform.³¹

The Law on the Capital Market from 2011 foresees possible liability for the content of the prospectus concerning a wide range of persons while generally not providing the conditions under which those persons are responsible for the content of the prospectus. When the prospectus or abbreviated prospectus contains false, inaccurate, or misleading information, i.e., if essential facts are omitted, the responsibility lies with: 1) The issuer, director, and members of the management board of the issuer, unless a member of the management

²⁸ Marjanski, V. (2010). Nedostaci prospekta. *Pravo i privreda*, 4–6, 311.

²⁹ Marjanski, V. (2013). Lica odgovorna za sadržaj prospekta. *Collected Papers of the Faculty of Law in Novi Sad*, 4, p. 276.

³⁰ The law defines the issuer of securities as any local or foreign legal entity governed by private or public law, which issues or proposes the issuance of financial instruments (securities), and in the case of depository receipts, the issuer is considered to be the person who issues the securities represented by those depository receipts. The issuer is considered a public company provided it meets at least one of the following requirements: 1) it has successfully executed a public offering of securities in accordance with the prospectus whose publication has been approved by the Commission; 2) its securities are admitted to trading on a regulated market, MTF or OTF in the Republic. Law on the Capital Market, *Official Gazette of the RS*, No. 129/2021, Art. 2, item 1, points 99 and 100.

³¹ Marjanski, V. (2013). *Op. cit.*, 277.

board has specifically voted against the authorization of the public offering;³² 2) Any person making an offer (offeror), and who is not an issuer; 3) Any guarantor of the securities;³³ 4) Any investment firm providing underwriting services (market maker) or serving as an agent in connection with the public offering; 5) The issuer's independent auditors, but only with respect to the financial statements included in or accompanying the prospectus, covered by their audit report, and 6) Any other person upon whose authority or expertise a statement is included in the prospectus that has assumed responsibility for the adequacy and accuracy of such a statement (e.g., an accountant, a lawyer).³⁴ Based on the letter of the law, we conclude that the issuer, as well as the other listed persons, are objectively responsible for any damage suffered by the investors due to any kind of deficiency of the prospectus.³⁵ The aforementioned provision of the Law unequivocally implies that the issuer is objectively liable for damage to investors even if they were not aware of the flaw or deficiency in the prospectus. The issuer, thus, cannot dispute liability by claiming not to be at fault since it is not a condition for the occurrence of the liability.³⁶

³² The recently adopted Law on the Capital Market makes a clear distinction that the person responsible for the content of the prospectus can be the director or members of the board of directors of a company with unicameral management or members of the supervisory board, executive directors, or members of the executive board of a company with bicameral management or members of the administrative and executive boards of banks, unless one of these persons voted against the public offer and/or inclusion in trading on the organized market. Law on the Capital Market, 2021, Art. 45, item 1, pt. 2. The newly adopted Law eliminated the omission made in the Law on the Capital Market from 2011, which provided for the responsibility of the members of the board of directors, which is in contradiction with the Corporate (Company) Law, which was adopted at the same time. Namely, the Company Law states that companies do not have a board of directors, but in the case of bicameral management, in addition to the assembly and one or more directors, they have a supervisory board. This is why the aforementioned provision on management members' responsibility for the prospectus's deficiency remained inapplicable in practice. Company Law, *Official Gazette of the RS*, No. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – other law, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 and 109/2021, Art. 198.

³³ Interestingly, the legislator predicted the guarantor's liability for the poor content of the prospectus in the issuance of securities without defining who the guarantor is. A guarantor is a person who provides some type of security (personal or real) to fulfil the obligations arising from bond-law securities issued by the issuer through a public offering.

³⁴ Law on the Capital Market 2011, Art. 19, item 1, pts. 1–6. Compare with: Law on the Capital Market 2021, Art. 45, item 1, pts. 1–7.

³⁵ Jovanović, N. (2011). Novi zakonodavni „mućak“ Srbije u MiFID okruženju. In: *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije* (ed. Vuk Radović). Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade, 271.

³⁶ At this point, it should be mentioned the provision of the former Law on the Securities Market, which provided that only the issuer and their sponsor are objectively liable to the investors for the damage they suffer as a result of the flawed content of the prospectus,

When it comes to the responsibility of other persons (e.g., the bidder who is not the issuer, directors and members of the board of directors of the issuer,³⁷ issuance guarantor, sponsor or agent of the issuance related to the public offering of securities), the Law on the Capital Market does not contain an explicit norm on their joint liability with the issuer. However, in the absence of a special provision of the Law regarding this matter, the general rules of the Law on Contracts and Torts on the liability for loss or injury of several persons for the same damage may be applied. Namely, for damage (loss or injury) caused by several persons, all participants are held jointly liable.³⁸ Joint liability for loss shall also apply to the persons causing damage if they acted independently from one another, should their share in the damage caused be impossible to determine. Should there be no doubt that damage is caused by two or more persons who are in some way interconnected, and should it be impossible to establish who is liable for damage, such persons shall be liable jointly and severally.³⁹

The issuer may be financially and criminally liable to investors. However, sanctioning the issuer and its helpers in the issuance based on general criminal offenses proved to be ineffective in practice. Prevalent crimes such as fraud, evasion, and embezzlement are based on the perpetrator's guilt and, most often, on his intent.⁴⁰ Since legal entities usually participate in securities trading, proving guilt is challenging. For this reason, stock market laws foresees special criminal acts, the perpetrators of which are objectively held

while on the other hand, other persons who participated in the preparation of the prospectus (members of the issuer's management team, auditor, accountant, lawyer, etc.) answer subjectively, whereby their conscientiousness is assumed (that they knew, or should have known due to the nature of the work they perform, that the information stated in the prospectus is incorrect or incomplete). Law on the Securities Market and Other Financial Instruments, *Official Gazette of the RS*, No. 47/2006, Art. 27, item 7.

³⁷ In comparative law, there are joint and several liabilities of the members of the management board of the issuer for damage caused to investors due to the shortcomings of the prospectus if two conditions are cumulatively met: that they participated in the preparation of the prospectus and were negligent, i.e., that they knew, or due to the nature of the work they perform, they should have known that the information in the prospectus is incomplete or untrue. The law of Great Britain stipulates that all persons who held the position of director at the time of publication of the prospectus are liable. The responsibility derives from their position, regardless of whether or not they participated in the preparation of the prospectus. Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell, 674.

³⁸ The Law of Contracts and Torts (Law on Obligations), *Official Gazette of SFRY*, No. 29/78, 39/85, 45/89 – decision of the Constitutional Court of Yugoslavia and 57/89, *Official Gazette of SRY*, No. 31/93, *Official Gazette of Serbia and Montenegro*, No. 1/2003 – Constitutional Charter, *Official Gazette of RS*, No. 18/2020, Art. 206, item 1.

³⁹ The Law of Contract and Torts (Law on Obligations), Art. 206, items 3 and 4.

⁴⁰ Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*. Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade, 484.

responsible as soon as they have committed the act, regardless of their psychological attitude towards the act and its consequences. This provides better protection for investors because stricter sanctions deter professionals from market abuse and misconduct. However, the domestic stock exchange law does not regulate criminal acts that would sanction the persons responsible for the flaws in the prospectus.⁴¹

The responsible person, who is not the issuer, can prevent their responsibility in two ways. First, suppose the prospectus or report has not yet been published. In that case, the responsible person can resign as they learn about the defect in the prospectus that they cannot remove before publication. This method of preventing liability should be equated with the issuance of a written opinion of the responsible person (e.g., a member of the board of directors) in which the errors in the prospectus and disagreement with it would be pointed out.⁴² Another way to prevent liability can be applied if the responsible person finds out about the flaw in the prospectus or report after publication. In that case, the responsible person can prevent liability by adequately informing the public that the prospectus or the report is flawed and published without their consent.⁴³ Suppose the responsible person reasonably believed in the truth and accuracy of the information in the prospectus and report, even if there was an immaterial omission he was aware of at the time of publication. In that case, they will not be liable if they take reasonable steps to correct the error and inform investors. Also, the responsible person will not be held responsible if they relied on the opinion of an expert whom they justifiably believed to have adequate expertise and experience.⁴⁴

⁴¹ In domestic law, with the adoption of the Law on the Capital Market in 2011, the criminal offenses sanctioned by the responsible persons in the event of a flawed prospectus were derogated. Namely, according to the Law from 2006 regulating the securities market, two specific criminal offenses were established: 1) issuing of securities by publishing a defective prospectus and 2) publication of a defective report on the issuer's operations. A person who, in the prospectus, as well as in any other form of public advertising in connection with the issuance and trading of securities, publishes false information about the issuer's legal and financial position, its business opportunities, or other false facts relevant to making an informed investment decision, or does not publish complete information about those facts will be punished by a fine or imprisonment for up to three years. If this part causes a disturbance in the regulated market (stock exchange), the perpetrator is liable to a prison sentence of one to five years. More on this subject available at: Law on the Securities Market and Other Financial Instruments, Art. 248.

⁴² Jovanović, N. (2008). *Finansijska tržišta* (eds. Vasiljević, M., Vasiljević, B., Dejan Malinić, D.). Belgrade: Securities Commission, 467.

⁴³ Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*. Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade, 491. Marjanski, V. (2013), Lica odgovorna za sadržaj prospekta. *Collected Papers of the Faculty of Law in Novi Sad*, 4, 284.

⁴⁴ Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford, 97.

On the other hand, if we compare the solutions related to the responsibility of issuers of digital tokens in relation to issuers of securities, we notice that the legislator strives to provide adequate legal protection to investors in digital assets. Namely, the Law on Digital Assets prescribes the obligation of the issuer to put the interests of investors before their own and operate honestly, fairly, and professionally in accordance with the best interests of the investors. The legislator prescribes that all marketing activities undertaken by the issuer must be accurate, clearly stated, and not mislead potential investors.⁴⁵ Before establishing a business relationship with a digital asset user or performing a digital asset transaction, a digital asset service provider is obliged to inform the digital asset user about the risks of a digital asset transaction, including the risk of a partial or complete loss of money, or other assets, as well as about the fact that digital asset transactions are not subject to regulations governing deposit insurance or investor protection or laws governing financial services consumer protection.⁴⁶

The Law on Digital Assets explicitly states that the issuer and the issuer's responsible person or legal representative shall be held liable if the white paper contains incorrect, inaccurate, or misleading data, or significant omissions.⁴⁷ Besides the issuer, those responsible for the flaws of a white paper may be: 1) independent auditors of the issuer (audit firm, auditor entrepreneur and/or licensed certified auditor), solely in connection with the information from the financial statements that have been included in the white paper and covered by their audit report; 2) any other person responsible for the accuracy and completeness of information in the part of the white paper they have assumed responsibility for – solely in connection with that information (e.g., accountant, lawyer).⁴⁸ Based on the statements above, we note that the scope of the persons responsible for the deficiency of the white paper is identical to the provisions of the Law on the Capital Market, referring to the responsibility of the independent auditor and other persons for the defective content of the prospectus.⁴⁹

⁴⁵ Jovanić, T. (2021). Kriptovalute kao nov izazov zaštite potrošača. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law, 423.

⁴⁶ Law on Digital Assets, Art. 15, item 2.

⁴⁷ The mentioned persons are required that the white paper must contain a statement declaring that, according to their knowledge, the data in the white paper are in accordance with the facts and that no facts that could affect the veracity and completeness of the white paper have been omitted. In addition, the white paper must contain information about the issuer or the issuer's representative. Rulebook on the White Paper and Subsequent White Papers Related to Digital Tokens, Art. 9, items 1 and 2.

⁴⁸ Law on Digital Assets, Art. 21, items 1 and 2.

⁴⁹ Compare with the Law on the Capital Market from 2021, Art 45, item 1, pts. 6 and

Responsibility of the Securities Commission for the accuracy and completeness of the information in the prospectus or the white paper

The Law on the Capital Market explicitly excludes the responsibility of the Securities Commission for the authenticity and completeness of the information stated in any part of the approved prospectus or the summary of the prospectus for a public offering or admission to trading on a regulated market or MTF.⁵⁰ We consider this solution only partially correct. The Securities Commission does not examine the accuracy of the information stated in the prospectus, so the exclusion of its responsibility in that regard is justified. However, since the Commission examines the completeness of the information in the prospectus, from the aspect of the existence or non-existence of data required by law and by-laws, the exclusion of the Commission's responsibility in that part cannot be considered justified. In that case, the Republic of Serbia should be held responsible due to the failure of the employees of the Securities Commission, whose founder is the Republic of Serbia, to perform their official duties.⁵¹

Even in comparative legislation, there is no single solution regarding the responsibility of the competent regulatory authority in the capital market. The EU Prospectus Regulation excludes the responsibility of the competent regulatory authority, providing that national law is exclusively applicable. According to the Regulation, EU member states are obliged to apply their federal regulations on the legal responsibility of the competent regulatory body only to prospectuses approved by their competent authority.⁵² Therefore, the issue of legal responsibility of the competent regulatory authority in the capital market is left to the member states to regulate autonomously within the scope of their domestic regulations.

The same solution related to the exclusion of the Securities Commission's responsibility for the authenticity and completeness of the information specified in the prospectus was also accepted for the issuance of digital tokens.⁵³ Namely, the Republic of Serbia, the Securities Commission, and other com-

⁵⁰ Law on the Capital Market, Art. 19, item 5. The same solution is provided for in Art. 45, item 7 of the recently adopted Law on the Capital Market.

⁵¹ Marjanski, V. (2013). Lica odgovorna za sadržaj prospekta. *Collected Papers of the Faculty of Law in Novi Sad*, 4, 289.

⁵² Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, Art. 20, item 9.

⁵³ On the position of the Securities Commission, see: Sovilj, R., Stojković-Zlatanović, S. (2017). Uloga Komisije za hartije od vrednosti u postupku nadzora nad poslovanjem investicionih društava. In: *Pravnički dani – Prof. dr Slavko Carić – Nezavisnost pravosuđa*. Novi Sad: Faculty of Law for Commerce and Judiciary, 351–362.

petent and public authorities are not responsible for any potential damage and losses that investors and/or third parties suffer as a result of investing in issued digital tokens.⁵⁴

In this regard, an essential issue for all future providers of services related to digital assets concerns the issuance of permits and the supervision of implementing the Law. Namely, the Law states that the National Bank of Serbia and the Securities Commission will not have discretion when making decisions but will issue licenses only if they determine that all conditions and requirements stipulated by the Law have been met. Thus, we justifiably raise the question of how well-educated, informed, and qualified the existing staff of the state administration is for decision-making and supervision of a very delicate subject, such as the issuance of digital tokens.

CONCLUSION

The importance of informing the public about any planned and undertaken investments cannot be overstated. Concealment of data, that is, providing inaccurate and incomplete information in the prospectus/white paper and report, as well as the untimely publication of the issuer of securities/virtual currencies report, can have unforeseeable consequences not only on the subject issue and trade but also on the entire financial market of a country. Therefore, legally regulating the issuance of securities, that is, virtual currencies/assets, by determining the conditions under which issuers and other responsible persons will be held liable for the deficiency of the issuance was necessary.

By adopting the Law on Digital Assets, Serbia has positioned itself among the few countries with a detailed legal and tax framework regulating the use of virtual currencies/assets. This paves the way for innovation and attracting foreign knowledge and capital, which should inevitably contribute to the further development of the digital property industry. Given that the state has recognized the opportunities brought by the issuance and trade of virtual currencies, the opportunity for developing the financial market of digital assets and thereby compensating for the gap that has followed the capital market for the last 30 years has emerged. Naturally, it yet remains to be seen to what extent the competent authorities will be able to monitor the implementation of the Law in practice with existing technology and resources, especially considering the decentralized nature of blockchain technology.

⁵⁴ Rulebook on the White Paper and Subsequent White Papers Related to Digital Tokens, Art 7, item 2.

BIBLIOGRAPHY

- Company Law, *Official Gazette of the RS*, No. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – other law, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 and 109/2021.
- Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell.
- Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law.
- Jovanović, N. (2000). Obaveznost javne ponude za prodaju vrednosnih papira u međunarodnom, uporednom i domaćem pravu. *Pravo i privreda*, 5–8.
- Jovanović, N. (2008). *Finansijska tržišta* (eds. Vasiljević, M., Vasiljević, B., Malinić, D.). Belgrade: Securities Commission.
- Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*. Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade.
- Jovanović, N. (2011). Novi zakonodavni „mućak“ Srbije u MiFID okruženju. In: *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije* (ed. Vuk Radović), Belgrade: Faculty of Law, University of Belgrade.
- Jovanić, T. (2021). Kriptovalute kao nov izazov zaštite potrošača. In: *Zaštita kolektivnih interesa potrošača*. Belgrade: Union University Faculty of Law.
- Marjanski, V. (2010). Nedostaci prospekta. *Pravo i privreda*, 4–6.
- Marjanski, V. (2013). Lica odgovorna za sadržaj prospekta. *Collected Papers of the Faculty of Law in Novi Sad*, 4.
- Motika, Ž. (2021). *ICO u Srbiji – Izdavanje digitalne imovine po Zakonu o digitalnoj imovini*. Available at: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (Accessed on 10. 12. 2021).
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937.
- Rulebook on the White Paper and Subsequent White Papers Related to Digital Tokens, *Official Gazette of the RS*, No. 69/2021.
- Regulation (Rulebook) on Advertising Initial Offerings of Digital Tokens for which no White Paper or Subsequent White Paper has been approved, *Official Gazette of the RS*, No. 69/2021.
- Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, Art. 20, para. 9.
- Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford.
- Sovilj, R., Stojković-Zlatanović, S. (2017). Uloga Komisije za hartije od vrednosti u postupku nadzora nad poslovanjem investicionih društava. In: *Pravnički dani – Prof. dr Slavko Carić – Nezavisnost pravosuđa*. Novi Sad: Faculty of Law for Commerce and Judiciary.

Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law.

Legal regulations

Law on Digital Assets, *Official Gazette of the RS*, No. 153/2020.

Law of Contracts and Torts, *Official Gazette of SFRY*, No. 29/78, 39/85, 45/89 – decision of the Constitutional Court of Yugoslavia and 57/89, *Official Gazette of SRY*, No. 31/93, *Official Gazette of Serbia and Montenegro*, No. 1/2003 – Constitutional Charter, *Official Gazette of the RS*, No. 18/2020.

Law on the Capital Market, *Official Gazette of the RS*, No. 31/2011, 112/2015, 108/2016 and 9/2020.

Law on the Capital Market, *Official Gazette of the RS*, No. 129/2021.

Law on the Securities Market and Other Financial Instruments, *Official Gazette of the RS*, No. 47/2006.