

ИЗВЕШТАЈ О ОЦЕНИ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ „ЕМИСИОНИ
ПОСАО“ КАНДИДАТА НИКОЛЕ КРСТИЋА

I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ		
1. Датум и орган који је именовео комисију:		
Наставно-научно веће Правног факултета у Новом Саду, на предлог Катедре привредноправних наука, формирало је 01. октобра, 2021. године Комисију за оцену и одбрану докторске дисертације „Емисиони посао“ кандидата Николе Крстића.		
2. Састав комисије у складу са <i>Правилима докторских студија Универзитета у Новом Саду</i>		
1. др Вук Радовић	Редовни професор	Пословноправна, 21.3.2018.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Правни факултет Универзитета у Београду	Председник комисије	функција у комисији
установа у којој је запослен-а		
2. др Владимир Марјански	Редовни професор	Привредноправна, 24.6.2021.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Правни факултет Универзитета у Новом Саду	Члан	функција у комисији
установа у којој је запослен-а		
3. др Сандра Фишер Шобот	Ванредни професор	Привредноправна, 16.10.2018.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Правни факултет Универзитета у Новом Саду	Члан	функција у комисији
установа у којој је запослен-а		
II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ		
1. Име, име једног родитеља, презиме:		
Никола, Боривој, Крстић		
2. Датум рођења, општина, држава:		
22.08.1986. године, Нови Сад, СФРЈ.		

3. Назив факултета, назив претходно завршеног нивоа студија и стечени стручни/академски назив:

Стручно звање – Мастер-правник, стечено на Правном факултету у Новом Саду, Универзитета у Новом Саду.

4. Година уписа на докторске студије и назив студијског програма докторских студија:

Кандидат је 2012. године уписао докторске студије на смеру Јавно право, Правног факултета у Новом Саду, Универзитета у Новом Саду.

III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Емисиони посао

IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Докторска дисертација је подељена у седам главних делова (глава), који су даље структурирани у поглавља.

1) У првом делу рада анализирају се извори права у Републици Србији, Европској Унији (даље у тексту: ЕУ) и С.Р. Немачкој (даље у тексту: СРН) релевантни за предмет истраживања, потом се обрађује појам емисионог посла и постојеће дефиниције, након чега се појашњава значај емисионог посла и обрађују хартије од вредности (даље у тексту скраћено: ХОВ) које могу бити предмет емисионог посла, као и њихове карактеристике.

2) У другом делу рада анализирају се врсте емисија ХОВ. Прво се обрађује подела на сопствену и страну емисију, која је начињена с обзиром на то да ли постоји учешће финансијског посредника у емисионом послу. Потом се анализирају типови стране емисије и то агенцијска емисија, покровитељство и комисиона емисија. Након тога се објашњавају типови секјуритизације, а затим се прави разлика на емисије ХОВ нуђене јавном и приватном понудом, с обзиром на круг инвеститора којима се нуде ХОВ. Емисије нуђене јавном понудом деле се на основу потребе објављивања проспекта, те разликујемо јавну емисију са и без обавезе објављивања проспекта. Последња подела је на *nostro* и *loro* емисију, која је настала у односу на то да ли се емисија врши у матичној држави емитента или у иностранству.

3) У трећем делу рада, приказују се учесници емисионог посла и лица од значаја за емисиони посао. Најзначајнији учесник је емитент, у чијем се интересу емисија врши. Следећи по важности је финансијски посредник, који се увек јавља као

учесник, осим у случају сопствене емисије, која је у пракси везана пре свега за билансну секјуритизацију. Финансијски посредник може бити банка, банкарски конзорцијум и брокерско дилерско друштво. Лица од значаја за емисиони посао су: регулаторно тело, централни депозитар, агенције за осигурање стамбених кредита, рејтинг агенције, инвеститори, акционари, власници удела, чланови удружења, а исти су или носиоци јавних овлашћења од значаја за вршење емисионог посла, или посредно учествују у поступку емисије. Како је емисиони посао под великим утицајем јавног права, као посредни учесник јавља се регулаторно тело, које контролише законитост поступка емисије, и централни депозитар, који врши депозит емитованих ХОВ, али и агенције за осигурање стамбених кредита које пружају средства обезбеђења. Такође, укратко се говори о међународним организацијама од значаја за емисиони посао.

4) Четврти део рада бави се поступком емисије. Прво је објашњен најједноставнији поступак, емисија без обавезе објављивања проспекта, а потом се излажу специфичности преосталих поступака, који су у суштини само надоградња овог базичног поступка. У оквиру одељка који говори о емисији без обавезе објављивања проспекта, прво се објашњава поступак при повећању основног капитала, након чега и поступак при страном финансирању, односно емисији дужничких ХОВ. Потом се износе специфичности везане за поступак, у којем је обавезна израда проспекта, које се пре свега тичу садржине проспекта, његовог одобравања и објављивања. Затим се анализира емисија, коју врше јавноправни субјекти ослобођени примене ЗТК-а и самим тим обавезе објављивања проспекта, након чега се обрађују специфичности поступка емисије уз покровитељство, где финансијски посредник има обавезу откупа или гаранције за успех емисије. Потом се прелази на специфичности поступка секјуритизације и то прво ванбилансе секјуритизације. Овај тип емисије није могућ у нашем праву, а исти је настао у праву САД-а, те се анализирају решења овог система, али и система СРН-а, након чега се прелази на билансну секјуритизацију која такође није код нас могућа, те се образлажу решења у законодавству СРН-а.

5) У оквиру петог дела рада, прво се анализира правна природа емисионог посла у целини, након чега се улази у анализу правне природе односа у оквиру подтипова овог посла, будући да је емисиони посао изузетно разноврстан те сваки под-тип има посебне карактеристике. Такође се анализира правна природа односа емитента и инвеститора, као и однос емитента и финансијског посредника.

6) Шести део рада се бави правима и обавезама које имају уговорне стране у оквиру емисионог посла. Прво се образлаже обавеза емитента да донесе одлуке којима се омогућава вршење емисије, попут одлуке о повећању основног капитала новим улозима, одлуке о условном повећању основног капитала, или одлуке о повећању основног капитала из нето имовине друштва, након чега се анализира одлука о самој емисији ХОВ и то како код приватно правних емитената, тако и код јавноправних. Потом се анализира обавеза утврђивања емисионе цене ХОВ и когентни прописи у РС, који се баве овим питањем, који у суштини омогућавају само фиксно утврђивање емисионе цене. Након тога, врши се анализа сва три

поступка утврђивања емисионе цене, фиксног утврђивања, аукцијског утврђивања и *bookbuilding*-а, при чему се примењује упоредно правна анализа, будући да наши прописи омогућавају само примену фиксног метода утврђивања емисионе цене. Потом се обрађује обавеза вршења *due diligence*-а, који претходи изради проспекта и кроз који се израђује садржина истог. Затим се анализирају обавезе везане за проспект, односно његова садржина, форма и врсте, временско важење и његова актуелизација, поступак одобравања истог и његово објављивање, те изузеци од обавезе објављивања проспекта и на крају адресати обавеза везаних за проспект и одговорност у вези са информацијама садржаним у проспекту. Након тога се обрађује питање јавног позива за упис, односно куповину ХОВ и уписни уговор, његова садржина, и правна природа, те изглед уписнице, као и случајеви емисије без уписног уговора. Следећи поднаслов је обезбеђење емисије, које је изузетно важно за успех поступка издавања ХОВ, јер омогућава појачано поверење и сигурност инвеститора у ХОВ у које инвестирају. Средства обезбеђења могу бити реална и персонална. Стога се у оквиру реалних обрађују хипотека и залога, док се код персоналних обрађују јемство, банкарска и државна гаранција, те осигурање потраживања. Потом долазимо до обавезе уврштавања емитоване ХОВ на одређени сегмент тржишта капитала, попут регулисаног тржишта, Мултилатералне трговинске платформе (на даље у тексту и фуснотама: МТП) и ОТЦ (енг. *over the counter*) тржишта, а коју обавезу прати стабилизација курса емитованих ХОВ. Будући да емитовање ХОВ изазива потресе на тржишту, анализирају се сви методи стабилизације цене, попут *long position* и *short position* стабилизације, *greenshoe* и *reverse greenshoe* опције. Будући да је стабилизација курса својеврсна дозвољена манипулација на тржишту капитала, обрађени су и прописи везани за забрану вршења злоупотреба на тржишту капитала, како би се утврдило под којим условима је могуће вршити стабилизацију цене емитоване ХОВ. При обради овог питања коришћено је право ЕУ које поседује когентне норме обавезујуће за све државе чланице, јер у праву РС не постоји овај тип регулације.

7) Седми део рада је закључак у којем су на почетку појмовно сажети сви типови емисије и укратко објашњени. Након тога се по редоследу поглавља врши упоредно правна анализа решења из нашег система и правног система СР Немачке и ЕУ, уз повремену анализу решења из других правних система.

Рад има укупно 400 страна и 1811 фуснота. Кандидат се у тези позива на 308 референци од којих је 173 теоријских извора, 21 извор са интернета, 104 правна прописа, један аутономни извор права и 9 извора из судске праксе. Рад садржи 3 табеле и 1 графички приказ.

V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

1) Први део: ИЗВОРИ ПРАВА, ПОЈАМ, ЗНАЧАЈ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА, ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Комисија налази да су извори права изузетно добро објашњени и структурисани са аспекта предмета истраживања. Појам емисионог посла и подела на поједине врсте емисионог посла иновативан је у нашој правној теорији и омогућава лакше разумевање и бољи приказ појединих типова емисионог посла, који нису познати у нашој правној теорији, попут комисионе емисије и појединих типова сопствене емисије. У оквиру сопствене емисије посебно је изнет појам билансне секјуритизације, која је у потпуности непозната и иновативна за правну теорију у Србији. Посебно је актуелан и иновативан приказ хартија од вредности тржишта капитала, који указује на поједине типове и врсте ХОВ које у нашој пракси никада нису постојале.

2) Други део: ВРСТЕ ЕМИСИЈЕ

Комисија налази да је други део рада добро методолошки урађен и структуриран путем обраде врста емисионог посла кроз појединачне критеријуме поделе. Овакав приказ омогућава схватање обимности обрађене материје и богатства појавних облика емисионог посла. Такође, омогућава се и лакше сагледавање права и обавеза у оквиру појединих типова емисије и заједно са шестим поглављем омогућава свеобухватан поглед на начин вршења појединачних типова емисије, те на права и обавезе учесника емисионог посла.

3) Трећи део: УЧЕСНИЦИ И ЛИЦА ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСАО

Комисија налази да је трећи део рада добро структуриран, те да методолошки износи познате чињенице на један свеобухватан начин, који омогућава добру прегледност и разумевање захтева који се постављају пред учеснике емисионог посла. Поједини делови овог поглавља су у домаћој правној теорији у потпуности непознати, попут функције и начина функционисања друштва специјалне намене, циља оснивања и значаја агенција за осигурање стамбених кредита. Такође је иновативан приказ рејтинг агенција и њихове улоге у емисионом послу.

4) Четврти део: ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ

Комисија сматра да је четврти део новина у погледу методолошког начина излагања поступка емисије хартија од вредности. Обрађује се један основни најједноставнији поступак, а потом се ради избегавања понављања обрађују карактеристике осталих поступака, који заједно са већ описаним основним поступком сачињавају сваки за себе један нови поступак. Посебно су значајни делови у којима се описују карактеристике поступка који су у нашој правној теорији потпуно непознати, попут билансне и ванбилансне секјуритизације.

5) Пети део: ПРАВНА ПРИРОДА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Комисија налази да је са теоријског становишта овај део рада најкомплекснији и изузетно иновативан и методолошки добро конципиран. Указује се на правну природу самог емисионог посла као једног изузетно хетерогеног појавног облика, да би се потом анализирали поједини односи у оквиру емисионог посла који настају између његових учесника. У нашој, али и упоредној правној теорији, ова тема се избегава и необрађује управо због те хетерогености емисионог посла, што је у овом раду успешно избегнуто путем иновативног приказа правне анализе појединих односа у оквиру њега. Посебно је значајан приказ агенцијске емисије, покровитељства и комисионе емисије, како би се и са теоријског становишта обрадиле разлике између појавних облика емисионог посла.

6) Шести део: ПРАВА И ОБАВЕЗЕ УЧЕСНИКА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Комисија сматра да је овај део рада његова срж и да исти осим теоријског са собом носи и практични значај за развој материје емисионог посла у нашем праву. Хронолошки су приказане радње које учесници емисионог посла морају предузети у циљу успешне емисије хартија од вредности. Свака од обавеза је анализирана са аспекта упоредно правне анализе, уз изношење законски решења које је потребно имплементирати и у нашем систему. У методолошком смислу не постоји сличан рад у нашој правној теорији, који на свеобухватан начин обрађује материју емисионог посла.

7) ЗАКЉУЧАК

Комисија оцењује да су на објективан начин изнети закључци и на упоредно правној анализи утврђени домаћаји домаћег законодавства и потребна унапређења. У закључку се анализирају сви проблеми и предложена решења на основу редоследа из садржине рада, тако да се за сваки закључак, његова даља разрада може лако пронаћи у оквиру рада. Комисија посебно цени чињеницу да су у закључку побројани и законски предлози који би могли утицати на бољу развијеност права тржишта капитала у Републици Србији.

VI СПИСАК НАУЧНИХ И СТРУЧНИХ РАДОВА КОЈИ СУ ОБЈАВЉЕНИ ИЛИ ПРИХВАЋЕНИ ЗА ОБЈАВЉИВАЊЕ НА ОСНОВУ РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА У ОКВИРУ РАДА НА ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ:

Објављени научни радови:

1. Никола Крстић, „Могућност вршења билансне секјуритизације дуговања у Републици Србији путем издавања покривених обвезница“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2017, 543-553. DOI: 10.5937/zrpfns51-14473, ISSN: 0550-2179.

2. Никола Крстић, „Механизам обезбеђења обвезница с освртом на стање у Републици Србији“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, Универзитет Нови Сад*, бр. 3-1/2017, 909-921, DOI: 10.5937/zrpfns51-15007, ISSN: 0550-2179.

Учешћа на научним скуповима:

1. Учешће на научном скупу са рефератом: „Мере надзора на тржишту капитала које предузима Комисија за хартије од вредности Републике Србије“, *International Scientific Conference on Economics and Management EMAN 2017; Ljubljana, Slovenia; March 30, 2017*, 797-806, ISBN 978-86-80194-06-6.
2. Учешће на научном скупу са саопштењем: „Разлике у погледу одговорности за испуњење обавеза из покривених обвезница и секјуритизованих упутница“, *Knowledge Based Sustainable Economic Development ERAZ 2017; Belgrad, Serbia, 8 Juni, 2017*, 680-681. ISBN 978-86-80194-07-3 (АЕМВ).

VII ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА:

Приликом свог истраживања и писања кандидат је дошао до значајних оригиналних закључака и резултата од којих ћемо у оквиру овог извештаја поменути оне који су према мишљењу Комисије најзначајнији.

Емисиони посао је централни правни институт инвестиционог банкарства. Начин регулације овог института, пресудно утиче на развој тржишта капитала. Право Републике Србије само делимично прати право ЕУ, али постоје значајна одступања која онемогућавају коришћење пуног потенцијала тржишта капитала. Емисиони посао није законски дефинисан у нашем правном систему, а ни прописи на нивоу ЕУ, као и појединих држава које су биле предмет истраживања га не дефинишу или га непотпуно дефинишу, будући да то није лако учинити. Постоји велики број варијација емисионог посла, које отежавају састављање дефиниције и условљавају да она мора бити изузетно опширна.

Из поменутог разлога кандидат дефинише емисиони посао као издавање и пласирање серијских ХОВ на тржиште капитала, уз поштовање права и обавеза учесника емисионог посла, истовремено истичући да оваква дефиниција не указује на карактеристике и појавне облике емисионог посла, који се може јавити у облику агенцијске емисије, покровитељства, комисионе емисије и сопствене емисије. Стога кандидат приступа детаљнијем дефинисању појединих појавних облика (врста) емисионог посла.

Под агенцијском емисијом подразумева се пружање саветодавних, заступничких, комисионих и посредничких услуга у вези са пласирањем ХОВ на тржишту капитала, без обавезе откупа, или давања гаранција за успех емисије.

Покровитељство представља преузимање целокупне емисије, или давање гаранција везаних за преузимање у случају неуспеха емисије, од стране покровитеља. Кандидат указује да се у праву СРН-а и ЕУ, покровитељство назива емисионим послом (нем. *Emissionsgeschäft*), што теоријски није тачно, будући да емисиони посао обухвата и преостала три појавна облика (агенцијска емисија, комисиона емисија, сопствена емисија). Постоје три појавна облика покровитељства: чврсто преузимање, *stand by* покровитељство и *best effort* покровитељство. Комисиону емисију (ванбилансну секјуритизацију) кандидат дефинише као емисиони посао у оквиру којег ДСН врши емитовање ХОВ у своје име, али за рачун оригинатора, уз агенцијско учешће финансијског посредника. Дакле, ради се о агенцијској емисији, уз пар специфичности. Прво, емитент је искључиво ДСН, који је и створен и временски ограничен како би задовољио потребе комисионе емисије. Друго, емисија се врши у интересу оригинатора, који путем емисије врши рефинансирање својих дугорочних пласмана. Треће, емитују се искључиво партиципативне обвезнице, које у себи инкорпоришу право на удео у добити из активе секјуритизације. Четврто, целокупна емисија је увек пласирана, будући да се непродати део емисије даје у компензацију оригинатору, на име новчане противвредности за уложену активу.

Сопствена емисија је поступак издавања серијских ХОВ од стране емитента, без учешћа финансијског посредника. Из овакве дефиниције можемо извести закључак да је основна карактеристика овог типа емисије одсуство финансијског посредника, као учесника емисионог посла. У том погледу у дисертацији се разликују два случаја: када се сам финансијски посредник налази у позицији емитента (билансна секјуритизација), и уколико емисију врши сам емитент који нема својство финансијског посредника. Билансна секјуритизација дуговања је издавање покривених обвезница високог рејтинга, обезбеђених залогом на потраживањима из претходно формираног портфолиа банкарских потраживања (активе). Основна карактеристика овог типа емисије је постојање обезбеђења емитованих ХОВ путем залогe на потраживањима, која се воде у оквиру посебног регистра код емитента, због чега власници ХОВ постају разлучни повериоци у случају стечаја емитента. Да би емитент који није финансијски посредник извршио сопствену емисију, морају бити испуњена два предуслова: да је сам емитент у могућности да изврши упис ХОВ код централног депозитара и да сам може тражити уврштавање ХОВ на одговарајући сегмент тржишта.

Надаље, у раду се констатује да у упоредном праву предмет емисије могу бити материјализоване и дематеријализоване серијске ХОВ, за разлику од нашег права, где само дематеријализоване серијске ХОВ испуњавају услове да буду предмет емисионог посла. Овакво ограничавање не постоји у упоредном праву, где је могуће извршити и емисију материјализованих серијских ХОВ. Кандидат долази до исправног закључка да материјализоване серијске ХОВ нису изгубиле своју употребну вредност и даље констатује да би исте у нашем случају неразвијене свести о берзанском пословању, могле значајно допринети да се шира јавност заинтересује за тржиште капитала. Ове ХОВ се употребљавају као средство промоције, маркетинга и предмет колекционарства, будући да се најчешће издају

поводом јубилеја. Међутим, у САД-у постоје овлашћене штампарије, које штампају типске ХОВ, најчешће акције, које откупљују мала АД, уписују своје пословне податке и емитују их својим инвеститорима. На овај начин, емитенти јефтино прикупљају трајни капитал, без много административних трошкова, јер врше сопствену емисију. Будући да је наша економија неразвијена, потребно је размотрити могућност увођења материјализованих серијских ХОВ, како би се олакшало пословање и смањили трошкови.

Од укидања Закона о хартијама од вредности, не постоји пропис који у РС на свеобухватан начин регулише ХОВ, због чега читав низ ХОВ остаје недефинисан. У упоредном праву, највећи значај имају ХОВ које су у нашем праву у потпуности непознате, тзв. секјуритизовани облици дуговања и то партиципативне и покривене обвезнице. Ове ХОВ на развијеним тржиштима капитала заузимају највећи тржишни удео. У САД-у, појединачно најбројнији тип ХОВ у промету су партиципативне обвезнице, док су у СРН, то покривене обвезнице, које због своје сигурности постају све примамљивије и у другим државама.

Да би се могао спровести поступак секјуритизације, неопходно је законски дефинисати положај повереника, услове за његово именовање, која су његова овлашћења, као и његову одговорност. Ово лице се јавља у поступку секјуритизације дуговања и оно у интересу инвеститора контролише токове новца и његову расподелу инвеститорима, како би се предупредио проблем недостатка колективног деловања. Повереник има значајну улогу и при заснивању залогa, као средства обезбеђења емисије.

Да би дужничке ХОВ могле имати пуну употребљивост, законски се мора увести обавеза састављања општих услова дужничке ХОВ и скупштина поверилаца дужничких ХОВ, као орган колективне заштите интереса инвеститора. Институт скупштине поверилаца дужничких ХОВ, никада није уведен у нашем праву, као ни институт повереника, због чега инвеститори своја права могу заштити само индивидуално у судском поступку, или путем скупштине поверилаца у стечајном поступку. Будући да ова скупштина не постоји, ускраћена је могућност да инвеститори и емитент изврше пренов својих дужничко- поверилачких односа, што може бити од значаја за емитента. Потребно је размотрити увођење винкулисаних акција, које су од немерљивог значаја за развој безбедносно и технолошко осетљивих грана привреде. Код овог типа акција, негоцијабилност је у унапред наведеним случајевима ограничена, путем сагласности органа АД.

Још један проблем нашег правног система је немогућност вршења *loro* емисије, што је последица лоше регулативе о депозиту ХОВ. Наиме, не постоји законски пропис који детаљно регулише рад централног депозитара, већ се то чини подзаконским актима ЦРХОВ, док у упоредном праву постоје детаљни законски прописи. Такође, не постоји могућност да се поред ЦРХОВ региструју други централни депозитари, или одељак страног централног депозитара, због чега је немогуће извршити *loro* емисију акција. ЗТК не садржи процедуру за регистрацију централног депозитара, што ограничава раст тржишта, јер онемогућава да се формира централни депозитар, који би могао да обједини тржишта дужничких

ХОВ у региону, како би се направила довољна дубина тржишта, из ког би се могао финансирати привредни раст. Уколико би то било могуће, један заједнички централни депозитар за више држава, омогућио би истовремено уврштавање дужничких ХОВ, на више тржишта у региону. Такође, није регулисана процедура оснивања огранка страног централног депозитара у РС, као ни оснивање огранка ЦРХОВ у иностранству, због чега није могућа истовремена емисија и уврштавање акција на више тржишта. Не постоји ни регулација, која би дефинисала начин депоновања ХОВ у РС, а на основу којих би се могле издати депозитне потврде у иностранству, због чега су емитенти условљени само са домаћим тржиштем, које није довољно дубоко и развијено.

Да би се повећала капитализација тржишта, потребно је афирмисати позицију НКОСК, на тај начин што би се усвојио правни оквир за вршење ванбилансне секјуритизације, односно за издавање партиципативних ХОВ и оснивање ДСН-а. Ова институција би требало да посредује при вршењу секјуритизације, будући да је наше банкарско тржиште плитко, па би мали број банака могао самостално да врши секјуритизацију, због малог пула потраживања. Требало би омогућити да НКОСК врши откуп потраживања из кредита, како би сам вршио секјуритизацију.

Како би се подстакло тржиште дужничких ХОВ и добровољно пензијско осигурање, потребно је регулисати рад рејтинг агенција. Оне су у нашем правном систему у потпуности нерегулисане, а њихов рад је неопходан да би професионални инвеститори, попут пензионих, здравствених и инвестиционих фондова, могли да врше улагање. Постоје стриктна правила за овакве инвеститоре, у погледу квалитета ХОВ у које могу вршити улагање, а како не постоје рејтинг агенције и њихова оцена квалитета, није могућ ни развој овог сектора тржишта.

Када говоримо о поступку емисије, највећи недостатци везани су за одсуство регулисања билансне секјуритизације, која се не може вршити без усвајања системског закона, који би је регулисао. У оквиру закона о билансној секјуритизацији, потребно је утврдити ко води регистар потраживања и по којим правилима, систем његове контроле, те квалитет и вредност потраживања која се могу користити.

Што се тиче ванбилансне секјуритизације, она се ретко засебно регулише у оквиру једног системског закона, већ је потребно ускладити законе, како би било могуће основати ДСН без запослених, а у оквиру закона о ХОВ регулисати институт повереника и скупштине поверилаца дужничких ХОВ и њена овлашћења. Наравно, законски се мора омогућити емисија партиципативних обвезница. Потребно је решити проблем забране факторинга банкарских потраживања, проистеклих из кредитног пословања са становништвом, која постоји на основу Закона о заштити корисника финансијских услуга, али и ограничења везана за факторинг банкарских потраживања, према правним лицима, предузетницима и пољопривредницима, будући да је дозвољен само факторинг лоше активе, која се не може користити у поступку секјуритизације.

Још једна последица недовољне теоријске обраде је редукација примене

облигационог права, на прометовање дематеријализованих ХОВ. Наши прописи који регулишу берзанско пословање нису доследни, будући да се не примењују у целини правила уговора о купопродаји. Уколико буде склопљен уговор о купопродаји, путем упаривања налога куповине и продаје, а нека од уговорних страна не располаже довољном количином новца или ХОВ (енг. *Short selling*), неће бити склопљен уговор, јер берза неће издати закључницу. Стога, неће бити могућа судска заштита, нити извршење уговора. У упоредном праву овакав проблем не постоји, јер се склапа уговор, који постаје обавезујући за обе уговорне стране.

За праксу је изузетно значајан и теоријски проблем, да ли као теорију настанка ХОВ прихватити теорију емисије или креације. ЗОО пружа могућност да се прихвате оба становишта, али је теорија готово једногласно заузела став да се ради о теорији емисије. Ова теорија се и данас тврдоглаво брани, иако је за тржиште капитала и прометовање дужничких ХОВ изузетно неповољна. У правним системима, који прихватају теорију креације, попут СРН, дужничке ХОВ могу се продавати све до њихове доспелости. Оваква емисија врши се без попуњавања уписнице и уписног уговора. Наиме, ХОВ се уврштавају у трговање, при чему се, као њихов власник јавља емитент, након чега се врши њихова продаја. Непродате ХОВ не производе дејство према емитенту, јер нису изашле из његове државине, те постоји конфузија повериоца и дужника у личности емитента. Њих ће емитент, односно покровитељ, покушати да их прода на секундарном тржишту, докле год је то целисходно учинити. ХОВ се не поништавају, већ оне правно дејство производе након што изађу из државине емитента. На овај начин, продају се дематеријализоване и материјализоване ХОВ на свим тржиштима, укључујући и ОТП тржиште. Акције се овако не могу емитовати, будући да емитент не може извршити упис сопствених акција, већ их може стећи само куповином. У случају прихватања теорије емисије, сукцесивна продаја ХОВ није могућа, јер ХОВ по овој теорији настаје након што се изврши прво прометовање, због чега се све непродате ХОВ неће ни настати. Прихватање теорије креације, допринело би расту тржишта дужничких ХОВ.

Поступак емисије, започиње обавезом емитента да донесе одлуке од значаја за емисију. Ова материја је дефинисана у оквиру ЗПД-а и ЗТК-а, који предвиђају решења која су и упоредно правно позната и не постоје већа одступања, изузев везано за ограничавање емисионе цене. Емитент, у случају повећања основног капитала, доноси само једну одлуку и то о повећању основног капитала, која је уједно и одлука о емисији акција, а којом се по правилу одређује и садржина уписнице. Посебна одлука о емисији, као засебан правни акт, доноси се само у случају емитовања дужничких ХОВ. Поред наведеног, неусклађеност нашег права и упоредног права, постоји услед легислативне празнине, због непостојања закона о ХОВ. Овај закон би требало да предвиди обавезу доношења општих услова емисије дужничких ХОВ (нем. *Anleihebedingungen*, енг. *indenture agreement*), којима се одређују основне карактеристике дужничке ХОВ. Општи услови су од значаја, будући да омогућавају новацију дужничко- поверилачког односа и замену емитованих ХОВ, новим ХОВ. У упоредном праву, уколико се скупштина поверилаца дужничке ХОВ и емитент, сагласе о промени општих услова емисије дужничких ХОВ, врши се новација.

Када говоримо о утврђивању емисионе цене ХОВ, у нашем праву постоји низ пропуста, пре свега код акција и замењивих обвезница. ЗПД когентно одређује начин утврђивања емисионе цене, уз изузетно ограничен дисконт, што доводи до ограничене примене метода за утврђивање емисионе цене, будући да се тражи да емисиона цена не може бити нижа од номиналне односно рачуноводствене вредности акција без исказане номинале и тржишне вредности већ издатих акција исте класе.

Код нејавних АД, ЗПД предвиђа да емисиона цена акције не може бити нижа од тржишне, при чему се тржишна цена утврђује сходном применом правила о процени вредности неновчаног улога. У случају емисије која није јавна, емитент може дати попуст постојећим акционарима ради остваривања права пречег уписа акција, при чему тај попуст не може бити већи од десет посто од утврђене тржишне цене, уз услов да цена не може бити нижа од номиналне вредности акције, односно од рачуноводствене вредности код акција без номинале.

У случају акција јавног АД, закон наводи да се тржишна цена утврђује, као пондерисана просечна цена, остварена на регулисаном, односно МТП тржишту, у периоду од шест месеци, који претходи дану доношења одлуке, којом се утврђује тржишна вредност акција, под условом да је у том периоду остварени обим промета акцијама те класе, на тржишту капитала представљао најмање 0,5% укупног броја издатих акција те класе и да се у истом периоду трговало више од 1/3 трговачких дана на месечном нивоу. Поменути критеријуме за утврђивање упросечене пондерисане тржишне цене, у пракси могу задовољити, само акције које су уврштене у трговање на регулисаном тржишту, будући да акције које се налазе на МТП тржишту, већином нису редовно у промету, а остварени промети су по обиму мали. Стога, када није остварен одговарајући обим промета или се издају акције нове класе, тржишна вредност акција се може утврдити применом правила о утврђивању вредности неновчаног удела и проценом од стране овлашћеног лица. Закон предвиђа да се код јавних АД, одлуком о емисији може одредити попуст емисионе цене, с тим да цена са попустом не може бити мања од номиналне, односно рачуноводствене вредности акција без номинале и то, код јавне понуде у случају покровитељства уз обавезу откупа, а код понуде која није јавна, постојећим акционарима ради остваривања права пречег уписа, ако статутом није искључена могућност остваривања овог права под повлашћеним условима, при чему тај попуст не може бити већи од 10% емисионе цене.

Код замењивих обвезница, наводи се да, емисиона цена не може бити мања од тржишне вредности акција, за које се могу заменити, при чему аналогно треба применити правила која важе за утврђивање цене одговарајућих акција за које се врши замена.

У упоредном праву, једино ограничење је да емисиона цена не сме бити испод номиналне вредности акције, због чега је могуће употребити све методе утврђивања емисионе цене. Такође, у упоредном праву се користи појам обрачунске вредности акције, а не рачуноводствене вредности, код акција које

немају номиналу. Обрачунска вредност акције се добије, када се вредност основног капитала подели укупним бројем акција. Наш законодавац погрешно наводи да се ради о рачуноводственој вредности, због чега се може десити да вредност акције, код друштава која су презадужена, буде и мања од сто динара, што законски није дозвољено.

Проблеми постоје и у вези са применом појединих метода утврђивања емисионе цене. Да би се могли спровести сви методи, потребан је већи дисконт емисионе цене, од оног који ЗПД предвиђа, будући да је исти често већи од 10%. Такође, дисконт емисионе цене је у неким случајевима код нас у потпуности искључен. Наиме, ЗПД предвиђа да дисконт емисионе цене може бити остварен једино код јавне понуде акција, са обавезом откупа, због чега је могуће чврсто преузимање и *stand by* покровитељства са *put* опцијом. Будући да постоји обавеза откупа, није могуће вршити *bookbuilding* и *stand by* покровитељства са *call* опцијом. *Bookbuilding* метод се по правилу примењује уз *best effort* покровитељство, код којег емитент нема обавезу откупа емисије. Такође, није могућа комбинација *best effort* покровитељства и аукцијске методе утврђивања емисионе цене, будући да не постоји дисконт емисионе цене за *best effort* покровитељство. Аукцијска метода би била могућа у комбинацији са чврстим преузимањем, али се у пракси ова комбинација примењује само у случају познатих емитената, код којих не постоји бојазан за пласман, што је изузетно ретко. Будући да се у циљу остваривања дисконта захтева откуп ХОВ, не може се применити ни *stand by* покровитељства са *call* опцијом, пошто не постоји обавеза, већ право откупа.

Проблематично је и вршење *best effort* покровитељства код емисије акција. ЗПД онемогућава да се акције које су делимично уплаћене, или у потпуности неуплаћене, даље прометују. Код *best effort* покровитељства, покровитељ уписује акције, без њихове уплате и исте даље преноси на инвеститоре, при чему се емитенту новац уплаћује накнадно. Због оваквог решења, овај тип покровитељства није могуће код нас применити, иако је он у упоредном праву најчешћи.

При вршењу *due diligence-a*, не постоје законска ограничења, па је ову обавезу могуће предузети у нашем праву. Одступања од упоредног права не постоје ни у случају обавезе објављивања јавног позива за упис, односно куповину ХОВ.

Када говоримо о обавези објављивања проспекта, пропусти у нашем законодавству потичу од тога што РС није извршила рецепцију нове Уредбе о проспекту из 2017. године, већ се ослања на решења из старе Директиве из 2003. године. Стога, у праву ЕУ постоји неколико врста проспекта, које наше законодавство не препознаје. Овај правни систем уводи могућност састављања универзалног регистрационог документа (енг. *universal registration document*, нем. *Einheitliche Registrierungsformular*), који укида потребу доношења програма понуде, те замењује документ о регистрацији, код емитената који имају уврштене ХОВ на регулисано или МТП тржиште. Његова специфичност је да се подноси регулаторном телу сваке године, након што се саставе годишњи финансијски извештаји, и може се примењивати у току целе године уз актуелизацију. Након што емитент, две године заредом, састави универзални регистрациони документ и он

буде одобрен од стране регулаторног тела, он се може користити након доставе, без одобравања, а регулационо тело га може контролисати, уколико сматра да је то потребно. Ако емитент једне године пропусти да га поднесе регулаторном телу, престаје његова аутоматска важност, а за његову примену без одобравања, потребно је да две године узастопно буде одобрен. Уведене су и две додатне форме проспекта скраћене садржине и то упрошћени проспект (нем. *vereinfachter Prospekt*, енг. *simplified prospectus*) и ЕУ проспект раста (нем. *EU Wachstumsprospekt*, енг. *EU growth prospectus*). Упрошћени проспект се користи за секундарне емисије, а њега могу саставити емитенти који врше емисију већ емитованих ХОВ, које су у трговању на регулисаном или МТП тржишту минимум 18 месеци. ЕУ проспект раста могу сачинити мала и средња привредна друштва, као и емитенти који не спадају у овај сегмент, али имају емитоване ХОВ мање капитализације, на МТП сегменту за мала и средња привредна друштва, која немају ХОВ уврштене у трговање на регулисаном тржишту.

Одступања нашег правног система јављају се и у случају регулисања изузетака од примене правила о објављивања проспекта, који у нашем праву постоји само за РС и НБС као емитенте. У праву ЕУ, од обавеза везаних за проспект, изузете су ХОВ издате од стране државе чланице ЕУ, територијалне организације такве државе, међународних организација јавног права, којима припада барем једна од држава чланица ЕУ, Европска централна банка и централне банке држава чланица. Уколико ова лица дају гаранције за извршење обавеза из дужничких ХОВ, других емитената, долази до примене изузетка. Оправдано је овакво решење увести и у нашем праву. Наиме, претходно поменута лица јавног права, за извршење своје обавезе гарантују својим буџетом, за који се сматра да је довољан да гарантује извесност наплате. Уколико ова лица пруже обезбеђење за обавезе приватноправног лица из ХОВ, бонитет јавноправног субјекта се позајмљује лицу приватног права, што пружа довољну сигурност инвестиције, те је објављивање проспекта непотребно.

Велики пропуст је што ЗТК не садржи правила о грађанскоправној одговорности адресата обавеза везаних за проспект. Одредбе о одговорности адресата у случају необјављивања проспекта или за нетачну, или непотпуну садржину проспекта, можемо наћи у праву СРН. Овај правни систем предвиђа да стицалац ХОВ, уколико проспект није објављен у складу са законом, може од емитента и понуђача, као солидарних дужника, захтевати да врати ХОВ уз поврат уплаћеног новца, увећаног за трошкове, у року од шест месеци од прве јавне понуде у земљи, уколико је купопродаја извршена пре објављивања проспекта. Уколико први стицалац није више власник ХОВ, он може захтевати исплату разлике између цене по којој је ХОВ купио и по којој је исту продао, увећану за претрпљене трошкове. Уколико је стицалац знао да је емитент у обавези да објави проспект, или је то морао знати, а поред тога је купио ХОВ, он не може остварити претходно поменута права, будући да није био савестан. У теорији СРН, заузет је став да је необјављивање проспекта, повреда поступка, која би у случају санкционисања водила до несразмерних правних последица, јер се овај поступак не води у интересу појединца, већ у интересу јавности. Стога, повреда одговорности везана за проспект, не утиче на важност самог уговора о купопродаји. У нашем праву је

предвиђено, да у овом случају, КХОВ може у току поступка јавне понуде, исти поништити, али не постоје одредбе које регулишу шта се дешава након овог тренутка. Када говоримо о одговорности адресата за нетачну, или непотпуну садржину проспекта, у праву СРН се предвиђа да, уколико је ХОВ стечена на основу проспекта јавне понуде или проспекта за укључење у трговање, који садржи нетачности или неправилности, инвеститор може од адресата одговорности за проспект, као солидарних дужника, тражити преузимање купљених ХОВ и трошкове које је претрпео, уколико цена за овакво преузимање не прелази емисиону цену, односно прву тржишну цену за ХОВ и то у року од шест месеци од уврштавања ХОВ на тржиште, односно од дана емитовања. Права по основу одговорности из проспекта има и први купац ХОВ, који није више власник исте, те он може тражити разлику у цени, између цене по којој је ХОВ купио и цене по којој је продао, ако она не прелази емисиону, односно прву тржишну цену, а може тражити и пратеће трошкове. У нашем праву не постоје одредбе које регулишу овај тип одговорности.

У материји уписног уговора, наше право делимично прати упоредно правна решења, будући да постоје извесна одступања. У домаћој правној литератури, заступа се становиште да се све ХОВ стичу путем склапања уписног уговора, што није тачно. У праву СРН, у једном делу литературе, када говоримо о правној природи уписног уговора, сматра се да се ради о уговору статусног привредног права, а у другом да се ради о комбинацији облигационо правне и статусно привредно правне природе. За оба приступа је карактеристично да се уписни уговор везује за статусно привредно право, односно за стицање ХОВ које дају корпоративна права (најчешће акције). Дужничке ХОВ немају корпоративни карактер, те самим тим није ни могуће склапање статусно правног уговора, због чега се само акције прометују уписним уговором, а све остале ХОВ путем уговора о купопродаји, чак и када се попуњава образац уписнице. Уговором о купопродаји, прометују се и варанти и замењиве обвезнице, а коришћењем права опције, за замену у акције, долази до склапања уписног уговора. У упоредном праву, дужничке ХОВ се најчешће прометују без уписнице, односно исте се прво уписују на власнички рачун емитента, који их потом продаје без обрасца уписнице, што је могућност која постоји у правним системима, где је као владајућа теорија настанка ХОВ прихваћена теорија креације, а не емисије. Не морају дужничке ХОВ нужно бити уписане на власнички рачун емитента, а непродате ХОВ остати у његовом власништву након емисије. Могуће је ХОВ прво уписати на емисиони рачун, након чега би исте биле понуђене на продају, с тим да би непродате ХОВ накнадно биле поништене. Дакле, не би постојала могућност накнадне продаје ХОВ, али би се емисија вршила без попуњавања обрасца уписнице. На жалост, ни оваква могућност није прихваћена у нашем праву.

Када говоримо о обезбеђењу емисије ХОВ, наше право није ни у овом делу искористило максимум могућности, будући да постоје значајни проблеми. Они се манифестују пре свега код реалних средстава обезбеђења. Што се тиче персоналних средстава, могуће је користити све типове обезбеђења, односно јемство, банкарску и државну гаранцију, као и осигурање потраживања. Примедба која би се могла упутити, није директно везана за емисиони посао, већ за

непостојање државне стратегије у гаранцијским пословима. У развијеним државама постоји систем гаранцијских банака, које корисницима пружају гаранције, у складу са државним програмом гаранција. У материји емисионог посла ове гаранције имају изузетно значајну улогу, будући да у упоредном праву не постоји обавеза објављивања проспекта, уколико је оваква гаранција пружена. Код реалних средстава обезбеђења постоје значајни проблеми, који онемогућавају њихову примену у материји емисионог посла. У нашем праву постоји једнострана хипотека, која је требала да буде уведена заједно са законом о ванбилансној секјуритизацији, али овај закон није усвојен. Због тога постоји могућност да се установи једнострана хипотека, која се у упоредном праву користи за обезбеђење емисије ХОВ, али ЗХ није пратио решење из ЗОО, по којем је хипотека акцесорна са основним потраживањем, па се и заједно са њим преноси. ЗХ уводи систем паралелизма форме, те захтева да се само потраживање пренесе у форми јавнобележничког записа или јавнобележничке (солемнизоване) исправе, као и хипотека. Овај захтев није могуће испунити када су ХОВ у питању, те је онемогућено коришћење хипотеке као средства обезбеђења. Што се тиче залог, њу је могуће установити уз примену концепта уговора у корист трећег лица, који не пружа исти степен заштите, као trust у англосаксонском праву. Стога би требало законски установити институт повереника и прописати услове за обављање делатности, као и његову фидуцијарну одговорност на основу закона, а који би склапао уговор о залози на страни инвеститора и водио рачуна о њиховим интересима у недостатку колективне активности инвеститора. Код бездржавинске залог, потребан је и упис у АПР, који може захтевати залогодавац, те не постоје сметње у том погледу. Међутим, садашња процедура уписа заложног права у АПР-у, онемогућава да заложни поверилац буде одредив, већ се тражи да он буде тачно одређен. Још један проблем је што није могуће установити залог на банкарским потраживањима, будући да је, као што је раније поменуто, њихово прометовање фактички забрањено. Стога је и залагање, као вид прометовања, забрањено. Овај тип уговорне залог се ређе користи, али свакако треба отворити могућност за његово коришћење.

Лоша регулација постоји и у материји уврштавања ХОВ на тржиште капитала, будући да је негоцијабилност власничких ХОВ ограничена, стога њихово прометовање на основу ЗТК није могуће ван тржишта на коме су пласиране. Такође, дужничке ХОВ, које су укључене у трговање на регулисаном или МТП тржишту, није могуће укључити у трговање у други трговински сегмент, већ само на ОЦ тржиште. Ово је последица лоше регулације у материји депозита, будући да наш централни депозитар нема огранке у иностранству, па није могуће вршити *loro* емисију. Није установљена ни регулатива, везана за оснивање ОЦ трговинских платформи, која би отворила могућност прометовању ХОВ путем интернет платформи, што би омогућило нашој емиграцији, али и странцима, да купују ХОВ на лак и приступачан начин, а капитализација тржишта би се повећала. Потом, услови за укључење у трговање на регулисаном тржиште, нису регулисани законски или путем подзаконских аката, већ аутономним актом Београдске берзе, што није добро решење, јер овако битна ствар мора бити регулисана на државном нивоу, посебно уколико би у будућности Београдска берза била приватизована или би дозвола за рад добила још нека берза.

Што се тиче саме организације тржишта капитала Београдске берзе и ту има пропуста, будући да постоји неколико сегмената регулисаног тржишта, што се никада не чини на тржиштима са малом капитализацијом, јер се разводњава плитко тржиште. У сегмент регулисаног тржишта, уврштен је *Open market* сегмент, који се у упоредном праву, увек везује за МТП тржиште, при чему услови за укључење на овај сегмент више одговарају МТП тржишту. На Београдској берзи у оквиру МТП тржишта, постоји само један сегмент, што није добро решење. По правилу се на овом тржишту организује неколико сегмената и то један за ХОВ које су укључене на трговање на регулисаном, или МТП тржишту у иностранству, неколико сегмената за дужничке ХОВ, као и сегмент за власничке ХОВ, које не испуњавају услове за регулисано тржиште.

Када говоримо о стабилизацији курса, ове мере се морају посматрати заједно са одредбама о забрани вршења злоупотреба на тржишту капитала. Можемо рећи да се ради о области која је у целини нерегулисана. У ЗТК постоји једна одредба која наводи да се одредбе о забрани вршења злоупотреба на тржишту капитала не примењују на трговање, у циљу стабилизације курса ХОВ. Међутим, не постоји даља регулација, што имплицира да се не може утврдити које се активности у оквиру стабилизације курса могу предузети, а које не, па би се предузимање било које мере стабилизације, могло сматрати злоупотребом на тржишту капитала. Због тога, у нашем праву није могуће предузети нити једну меру стабилизације, јер не постоје тзв. *safe harbour* правила. ЗТК садржи једну погрешну дефиницију. Стабилизација курса се у ЗТК дефинише као куповина или понуда за куповину ХОВ, или трансакција еквивалентним повезаним инструментима, коју спроводи кредитна институција или инвестиционо друштво, у контексту значајне дистрибуције тих ХОВ, искључиво за потребе одржавања тржишне цене предметних ХОВ, током унапред одређеног периода, због притиска на продају тих ХОВ. Под значајном дистрибуцијом, ЗТК сматра иницијалну или секундарну понуду ХОВ, која се разликује од уобичајеног трговања, како у погледу износа вредности понуђених ХОВ, тако и у погледу методе продаје. Дакле, ЗТК под значајном дистрибуцијом сматра искључиво блок трговину, што имплицира да се мере стабилизације врше само у оквиру блок трговине, што није тачно.

На основу свега наведеног кандидат у раду даје и један општи закључак да регулација у нашем праву није довољно добра. ЗТК, као системски закон преузет из права ЕУ, пружа добру основу за регулацију емисионог посла, али поједине одредбе нису добре и треба их изменити. Огроман је проблем, што депозит ХОВ није добро и детаљно регулисан. У упоредном праву, ови прописи су често део посебног закона, због своје обимности. Такође, не постоји закон о ХОВ који би детаљно дефинисао типове ХОВ, њихове карактеристике, начин преношења и сл, као ни закон о билансној секјуритизацији, а неусклађеност прописа онемогућава вршење ванбилансне секјуритизације. Дакле, целокупни законодавни и подзаконодавни оквир, као и аутономни извори права, не пружају добре претпоставке за развој тржишта капитала, чак га и спречавају. Неусклађеност различитих прописа, попут Закона о хипотеци са Законом о облигационим односима и Закона о тржишту капитала, велики је проблем, као и непостојање

подзаконских аката, попут прописа везаних за ОТЦ трговинске платформе, или *safe harbour* правила. Што се тиче аутономних извора права, проблем су неодговарајуће установљени тржишни сегменти, због чега се ионако плитко тржиште додатно разводњава. Да би се установио правни оквир за развој тржишта капитала, који би могао значајно да подстакне економски развој, неопходна је темељна реформа, али и значајно улагање у развој правне и економске науке, израду радова енциклопедијског карактера и значајног броја научних радова, како би се створила литература, која би могла да укаже привреди и законодавству на могућности које развијено тржиште капитала пружа.

VIII ОЦЕНА НАЧИНА ПРИКАЗА И ТУМАЧЕЊА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА:

Комисија налази да је кандидат показао одличне вештине у погледу прикупљања грађе и упоредно правне анализе и тумачења добијених резултата. Кандидат је прикупио велики број библиографских јединица, пре свега аутора из СР Немачке, али и више извора из права САД, Велике Британије, Швајцарске и Аустрије, као држава са развијеним тржиштем капитала. Позитивно је оцењена добра методологија у изради рада, која изузетно сложenu и хетерогену материју, појашњава и преноси на читаоца. Изнети закључци и упоредно правне анализе и методолошки приказ у нашем праву непознате материје чине да овај рад даје оригинални научни допринос привредно правној науци. Комисија закључује и да је грађа анализирана тачно и прецизно, као и да је начин анализе доступне грађе, омогућио свеобухватни приказ стања у анализираној материји. Рад, због своје обимности и свеобухватности може служити и као водич за праксу, али и законодавство у даљем усавршавању законодавног оквира.

IX КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:

1) Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме?

Докторска дисертација садржи све елементе и спроведена је у складу са образложењем наведеним у пријави. Осим тога, Комисија налази и да су постигнути циљеви дисертације из пријаве, као и да су коришћени методолошки оквири и предложени извори из пријавног формулара. Осим тога, кандидат обрађује у раду све елементе теоријских недоумица који су наведени приликом пријаве дисертације.

2) Да ли дисертација садржи све битне елементе?

Комисија налази да дисертација садржи све битне елементе докторског рада. Након детаљне анализе утврђено је и да су испуњени сви методолошки и научни захтеви признати и познати у српској и европској привредноправној теорији.

3) По чему је дисертација оригиналан допринос науци?

Пре свега, Комисија закључује да је у питању прва прегледна студија у области емисионог посла у Републици Србији. Надаље, допринос науци се огледа и у конкретним предлозима решења теоријских недоумица и проблема у пракси који су сублимисани у оквиру закључка. Осим тога, кандидат износи и јасне предлоге за унапређење законодавног оквира Републике Србије базирано на анализи праксе најразвијених европских земаља.

Осим наведеног, докторска дисертација кандидата Николе Крстића проверена је у програму iThenticate и том приликом утврђен је индекс сличности од 13%. Наведени проценат у највећем делу односи се на изворе који су наведени у фуснотама, затим називе правних акта, институција и одредбе правних аката које се не обележавају знацима навода. У самом тексту дисертације осим поменутих одредби правних аката и назива аката и институција, проценат сличности увећавају фразе које су уобичајене у области привредног права као што су „условно повећање основног капитала“, „повећање основног капитала из нето имовине друштва“, „одобрене акције“, „општи услови“, „да учини све што је у његовој моћи“ и сл. У том смислу Комисија сматра да кандидат у писању докторске дисертације није повредио правила академске етике и интегритета и да су представљени резултати изворни и оригинални научни допринос кандидата.

4) Који су недостаци дисертације и какав је њихов утицај на резултат истраживања?

У погледу недостатака дисертације, Комисија закључује да постоји недовољан број извора из америчке, француске и британске привредноправне теорије која је такође водећа у наведеној области у свету. Ипак, с обзиром на број коришћених извора, на екстензивни приступ анализи европских и немачких прописа, Комисија налази да то није имало одлучујућег утицаја на резултате истраживања и квалитет самог докторског рада.

X ПРЕДЛОГ:

На основу свега наведеног, комисија предлаже:

да се докторска дисертација „Емисиони посао“ прихвати, а кандидату Николи Крстићу одобри одбрана.

Место и датум

Нови Сад, 26.1.2022.

1. Проф. др Вук Радовић,
редовни професор

председник

2. Проф. др Владимир
Марјански, редовни професор

члан

3. Проф. др Сандра Фишер
Шобот, ванредни професор

члан