



УНИВЕРЗИТЕТ У НОВОМ САДУ

ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ



ЕМИСИОНИ ПОСАО

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Ментор:
проф. др Владимир Марјански

Кандидат:
Никола Крстић

Нови Сад, 2021. године

КЉУЧНА ДОКУМЕНТАЦИЈСКА ИНФОРМАЦИЈА¹

Врста рада:	Докторска дисертација
Име и презиме аутора:	Никола Крстић
Ментор (титула, име, презиме, звање, институција)	проф. др Марјански Владимир, редовни професор, Правни факултет Нови Сад
Наслов рада:	Емисиони посао
Језик публикације (писмо):	Српски (ћирилица)
Физички опис рада:	Унети број: Страница 400 Поглавља 6 Референци 1811 Табела 3 Слика 1 Графикона 0 Прилога 0
Научна област:	Правна
Ужа научна област (научна дисциплина):	Право тржишта капитала
Кључне речи / предметна одредница:	емисија, хартије од вредности, тржиште капитала, сопствена емисија, агенцијска емисија, покровитељство, комисиона емисија, ванбилансна секјуритизација, билансна секјуритизација
Резиме на језику рада:	Рад обрађује емисиони посао у ширем смислу, под којим се подразумева издавање серијских ХОВ у оквиру агенцијске емисије, покровитељства, комисионе емисије и сопствене емисије. Дат је свеобухватан поглед на основни посао у инвестиционом банкарству, како од прегледа ХОВ које могу бити предмет емисије на тржишту капитала, врста емисије и њених учесника, објашњење поступка емисије, правне природе односа у оквиру овог посла, као и права и обавеза учесника емисионог посла. Детаљно су разрађене обавезе везане за доношење иницијалне одлуке, којом поступак почиње, начин утврђивања емисионе цене, објашњење проспекта и његове улоге, обезбеђење емисије, вршење пласмана ХОВ на тржиште капитала, мера стабилизације курса емитоване ХОВ, , као и друга питања од значаја.
Датум прихватања теме од стране надлежног већа:	Наставно научно веће Правног факултета – 27.06.2018. године; Сенат Универзитета у Новом Саду – 12.07.2018. године.
Датум одбране: (Попуњава одговарајућа служба)	
Чланови комисије: (титула, име, презиме, звање, институција)	Председник: проф. др Вук Радовић, редовни професор Правног факултета у Београду. Члан: проф. др Владимир Марјански, редовни професор Правног факултета у Новом Саду. Члан: проф. др Сандра Фишер Шобот, ванредни професор Правног факултета у Новом Саду.
Напомена:	

¹ Аутор докторске дисертације потписао је и приложио следеће Обрасце:

5б – Изјава о ауторству;

5в – Изјава о истоветности штампане и електронске верзије и о личним подацима;

5г – Изјава о коришћењу.

Ове Изјаве се чувају на факултету у штампаном и електронском облику и не кориче се са тезом.

KEY WORD DOCUMENTATION²

Document type:	Doctoral dissertation
Author:	Nikola Krstić
Supervisor (title, first name, last name, position, institution)	Prof. Marjanski Vladimir, PhD, full professor, Law faculty Novi Sad
Thesis title:	Securities issuing business
Language of text (script):	Serbian language (cyrillic)
Physical description:	Number of: Pages 400 Chapters 6 References 1811 Tables 3 Illustrations 1 Graphs 0 Appendices 0
Scientific field:	Law
Scientific subfield (scientific discipline):	Securities law
Subject, Key words:	issue, securities, capital market, own issue, placement, underwriting, commission issue, asset securitization, off balance sheet securitization, balance sheet securitization
Abstract in English language:	The paper adresses securities issuing business in a broader sense, by which is meant, the issuance of serial securities in the process of placement, underwriting, commission and own issue. Issuing business is the mile stone, of investment banking, therefore a comprehensive view of it is given, as from the overview of securities that may be subject to issue on the capital market, type of issue and its participants, explanation of the issue procedure, legal nature of relations within this business, as well as rights and obligations of parties. Obligations related to making the initial decision, by which the procedure begins, the manner of determining the issue price, explanation of the prospectus and its role, placement of securities on the capital market, price stabilization measures, as well as other important issues, are elaborated in detail.
Accepted on Scientific Board on:	Scientific and Lecturing Board of Law Faculty Novi Sad at 27.06.2018. Jear; Senat of University of Novi Sad at 12.07.2018. Jear.
Defended: (Filled by the faculty service)	
Thesis Defend Board: (title, first name, last name, position, institution)	President: Prof. Vuk Radović, PhD, full professor, Law faculty Belgrade. Member: Prof. Vladimir Marjanski, PhD, full professor, Law faculty Novi Sad. Member: Prof. Sandra Fišer Šobot, PhD, associate professor, Law faculty Novi Sad.
Note:	

² The author of doctoral dissertation has signed the following Statements:

5Ḅ – Statement on the authority,

5B – Statement that the printed and e-version of doctoral dissertation are identical and about personal data,

5r – Statement on copyright licenses.

The paper and e-versions of Statements are held at he faculty and are not included into the printed thesis.

САДРЖАЈ

САДРЖАЈ

САЖЕТАК

ABSTRACT

DIE ZUSAMMENFASSUNG

СКРАЋЕНИЦЕ

СКРАЋЕНИЦЕ У ЦИТИРАЊУ ПРОПИСА

УВОД

I. ПРВИ ДЕО

ИЗВОРИ ПРАВА, ПОЈАМ, ЗНАЧАЈ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА, ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА..... 1

1.1 ИЗВОРИ ПРАВА 1

1.1.1 Извори права у Р. Србији..... 1

1.1.2 Извори права у ЕУ и њихов развој 5

1.1.3 Извори права у СР Немачкој 10

1.2 ПОЈАМ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА 11

1.2.1 Теоријска дефиниција емисионог посла 11

1.2.2 Законска дефиниција емисионог посла 12

1.2.3 Појам агенцијске емисије 14

1.2.4 Појам покровитељства 15

1.2.5 Појам комисионе емисије 16

1.2.6 Појам сопствене емисије..... 17

1.3 ЗНАЧАЈ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА 18

1.4 ПРЕДМЕТ ЕМИСИЈЕ 23

1.4.1 Основна обележја ХОВ тржишта капитала 25

1.4.2 Формалност 27

1.4.3 Инкорпорисаност права 28

1.4.4 Негоцијабилност 30

1.5 ВРСТЕ ХОВ КОЈЕ СЕ МОГУ ЕМИТОВАТИ У ОКВИРУ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА..... 33

1.5.1 Акције 33

1.5.2 Врсте акција 38

1.5.3 Обвезнице..... 40

1.5.4 Врсте обвезница..... 44

1.5.4.1 Замењиве обвезнице..... 50

1.5.4.2 Покривене обвезнице..... 55

1.5.4.3 Партиципативне обвезнице 58

1.5.5 Варанти 59

1.5.6 Депозитне потврде..... 62

1.5.7 Инструменти тржишта новца 64

1.5.7.1 Благајнички запис..... 65

1.5.7.2 Трезорски и државни записи 67

1.5.7.3 Комерцијални записи 68

1.5.7.4 Сертификат о депозиту, штедне обвезнице, штедни записи 69

II. ДРУГИ ДЕО

ВРСТЕ ЕМИСИЈЕ 72

2.1 СОПСТВЕНА И СТРАНА ЕМИСИЈА 72

2.2 АГЕНЦИЈСКА ЕМИСИЈА, ПОКРОВИТЕЉСТВО И КОМИСИОНА ЕМИСИЈА. 73

2.2.1 Агенцијска емисија..... 74

2.2.2 Покровитељство 74

2.2.3 Комисиона емисија..... 75

2.3	СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА ДУГОВАЊА.....	76
2.3.1	Укратко о настанку билансне секјуритизације.....	79
2.3.2	Билансна секјуритизација.....	80
2.3.3	Укратко о настанку ванбилансне секјуритизације.....	81
2.3.4	Ванбилансна секјуритизација.....	82
2.3.5	Врсте ванбилансне секјуритизације.....	84
2.3.5.1	Подела с обзиром на тип активе која служи као основа секјуритизације.....	85
2.3.5.2	Подела с обзиром на начин вршења прерасподеле прихода ДСН-а.....	87
2.3.5.3	Подела с обзиром на стање у билансима оригинатора.....	90
2.4	ЕМИСИЈА ХОВ НУЂЕНИХ ПРИВАТНОМ И ЈАВНОМ ПОНУДОМ.....	95
2.5	ЕМИСИЈА УЗ ОБАВЕЗУ И БЕЗ ОБАВЕЗЕ ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА ...	98
2.6	<i>NOSTRO</i> И <i>LORO</i> ЕМИСИЈА.....	101
III. ТРЕЋИ ДЕО		
УЧЕСНИЦИ И ЛИЦА ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСаО		107
3.1	ЕМИТЕНТ.....	108
3.1.1	Емитенти јавног права.....	108
3.1.2	Емитенти приватног права.....	110
3.1.2.1	Банка као емитент.....	112
3.1.2.2	ДСН као емитент.....	113
3.2	ФИНАНСИЈСКИ ПОСРЕДНИК.....	115
3.2.1	Брокерско-дилерска друштва.....	117
3.2.2	Банка.....	119
3.3	ОСТАЛА ЛИЦА ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСаО.....	121
3.3.1	Регулаторно тело.....	122
3.3.2	Централни депозитар.....	125
3.3.3	Агенције за осигурање стамбених кредита.....	128
3.3.4	Рејтинг агенције.....	130
3.3.5	Квалификовани инвеститори.....	132
3.3.6	Акционари, власници удела и чланови удружења.....	135
3.4	МЕЂУНАРОДНЕ ОРГАНИЗАЦИЈЕ ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСаО.....	136
IV. ЧЕТВРТИ ДЕО		
ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ		140
4.1	ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ БЕЗ ОБАВЕЗЕ ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА.....	142
4.1.1	Поступак емисије уз повећање основног капитала.....	142
4.1.1.1	Укратко о повећању основног капитала путем нових улога.....	143
4.1.1.2	Укратко о условном повећању основног капитала.....	145
4.1.1.3	Повећање основног капитала из нето имовине друштва.....	147
4.1.1.4	Одобрене акције.....	149
4.1.2	Поступак емисије ХОВ којим се врши страно финансирање без објављивања проспекта.....	150
4.1.3	Специфичности емисије власничких ХОВ емитованих од стране јавног АД без обавезе објављивања проспекта.....	151
4.2	СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА ЈАВНЕ ПОНУДЕ ХОВ УЗ ОБЈАВЉИВАЊЕ ПРОСПЕКТА.....	153
4.3	ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ ХОВ ЈАВНОПРАВНИХ ЕМИТЕНАТА ОСЛОБОЂЕНИХ ПРИМЕНЕ ЗТК.....	156
4.4	СПЕЦИФИЧНОСТИ ЕМИСИЈЕ УЗ ПОКРОВИТЕЉСТВО.....	159
4.5	СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА ВАНБИЛАНСНЕ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА.....	162
4.6	СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА БИЛАНСНЕ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА.....	167
4.6.1	Регистар покрића у праву СРН.....	167
4.6.2	Начин утврђивања вредности активе унете у регистар у праву СРН.....	169

4.6.2.1	Утврђивање вредности aktive код хипотекарних покривених обвезница	169
4.6.2.2	Утврђивање вредности active код комуналних покривених обвезница	170
4.6.2.3	Утврђивање вредности active код бродских покривених обвезница	171
4.6.2.4	Утврђивање вредности active код ваздухопловних покривених обвезница	172
4.7	ПИТАЊЕ ПОВРЕДЕ БАНКАРСКЕ ТАЈНЕ У СЛУЧАЈУ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА	173
V. ПЕТИ ДЕО		
ПРАВНА ПРИРОДА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА.....		177
5.1	ПРАВНА ПРИРОДА ПОЈЕДИНАЧНИХ ПРАВНИХ ОДНОСА У ОКВИРУ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА	178
5.2	ПРАВНА ПРИРОДА ОДНОСА ЕМИТЕНТА И ФИНАНСИЈСКОГ ПОСРЕДНИКА.....	180
5.2.1	Правна природа односа емитента и финансијског посредника код агенцијског уговора.....	180
5.2.2	Правна природа односа емитента и финансијског посредника код покровитељства	182
5.2.3	Правна природа односа емитента и финансијског посредника код комисионе емисије.....	184
5.3	ПРАВНА ПРИРОДА ОДНОСА ЕМИТЕНТА И ИНВЕСТИТОРА.....	185
VI. ШЕСТИ ДЕО		
ПРАВА И ОБАВЕЗЕ УЧЕСНИКА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА		188
6.1	ОБАВЕЗА ЕМИТЕНТА ДА ДОНЕСЕ ОДЛУКЕ ОД ЗНАЧАЈ ЗА ЕМИСИЈУ ..	188
6.1.1	Одлука о повећању основног капитала новим улозима	191
6.1.2	Одлука о условном повећању основног капитала.....	193
6.1.3	Одлука о повећању основног капитала из нето имовине друштва.....	194
6.1.4	Одлука о одобравању акција	195
6.1.5	Одлука о емисији ХОВ	197
6.1.5.1	Одлука о емисији код приватноправних емитената.....	197
6.1.5.2	Одлука о емисији код јавноправних емитената.....	198
6.2	ОБАВЕЗА УТВРЂИВАЊА ЕМИСИОНЕ ЦЕНЕ ХОВ	201
6.2.1	Утврђивање емисионе цене у праву Р. Србије	201
6.2.1.1	Утврђивање емисионе цена акција у праву Р. Србије	202
6.2.1.2	Утврђивање емисионе цене замењивих обвезница, вараната и других ХОВ у праву Р. Србије	204
6.2.2	Фиксно утврђивање емисионе цене.....	205
6.2.3	Могућност примене фиксно утврђене емисионе цене у праву Р. Србије.....	206
6.2.4	Утврђивање емисионе цене методом <i>bookbuilding</i> -а	207
6.2.5	Могућност примене <i>bookbuilding</i> методе при одређивању емисионе цене у праву Р. Србије.....	213
6.2.6	Аукцијско утврђивање емисионе цене	214
6.2.6.1	Енглески тип аукције.....	215
6.2.6.2	Холандски тип аукције.....	217
6.2.6.3	Преостали типови аукције.....	220
6.2.7	Могућност примене аукцијске методе при одређивању емисионе цене у праву Р. Србије.....	223
6.2.8	Право пречег стицања емитованих ХОВ и утврђивање емисионе цене ХОВ....	224
6.3	ОБАВЕЗА ПРЕУЗИМАЊА ЕМИТОВАНИХ ХОВ У ПОСТУПКУ ПОКРОВИТЕЉСТВА.....	225
6.3.1	Врсте покровитељства и обавеза преузимања емитованих ХОВ	226
6.3.2	Конзорцијум као покровитељ.....	230
6.3.2.1	Врсте конзорцијума	231
6.3.2.2	Установљавање и унутрашњи односи у оквиру конзорцијума.....	233
6.4	ОБАВЕЗА ВРШЕЊА <i>DUE DILIGENCE</i> -А	236

6.5	ОБАВЕЗА ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА	238
6.5.1	Садржина, форма и врсте проспекта	240
6.5.1.1	Јединствени и подељени проспект.....	240
6.5.1.2	Универзални регистрациони документ	241
6.5.1.3	Прспект за јавну понуду и прспект за укључење ХОВ у трговање	242
6.5.1.4	Основни прспект и програм понуде.....	242
6.5.1.5	Упрошћени прспект и ЕУ прспект раста	243
6.5.2	Изостављање елемената садржине проспекта и њихово попуњавање.....	243
6.5.3	Временско важење проспекта	245
6.5.4	Обавеза актуелизације проспекта	247
6.5.5	Поступак одобрења објављивања проспекта и његово објављивање	248
6.5.6	Изузеци у примени обавеза везаних за прспект	251
6.5.6.1	Емитенти изузети од примене целог закона или дела закона којим се регулише прспект	251
6.5.6.2	Јавне понуде ХОВ изузете од обавезе објављивања проспекта.....	252
6.5.6.3	Изузеци од обавезе објављивања проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште.....	256
6.5.7	Адресати обавеза везаних за прспект	259
6.5.8	Одговорност адресата у вези са прспектом	261
6.5.8.1	Одговорност адресата у случају необјављивања проспекта.....	261
6.5.8.2	Одговорност адресата за нетачну или непотпуну садржину проспекта јавне понуде	264
6.5.8.3	Одговорност адресата за нетачну или непотпуну садржину проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште	267
6.6	ОБАВЕЗА ОБЈАВЉИВАЊА ЈАВНОГ ПОЗИВА ЗА УПИС ОДНОСНО КУПОВИНУ ХОВ.....	269
6.7	ПРАВО ИНВЕСТИТОРА ДА УПИШЕ ИЛИ КУПИ ЕМИТОВАНЕ ХОВ	270
6.7.1	Правна природа уписног уговора	272
6.7.2	Уписница и њена садржина.....	274
6.7.3	Стицање ХОВ без попуњавања обрасца уписнице	276
6.8	ПРАВО И ОБАВЕЗА ОБЕЗБЕЂЕЊА ЕМИСИЈЕ ХОВ.....	278
6.8.1	Персонална (лична) средства обезбеђења.....	280
6.8.1.1	Јемство	280
6.8.1.2	Банкарска гаранција	282
6.8.1.3	Државна гаранција.....	284
6.8.1.4	Осигурање потраживања	286
6.8.2	Реална (стварна) средства обезбеђења	287
6.8.2.1	Хипотека.....	288
6.8.2.2	Залога	292
6.9	ОБАВЕЗА УВРШТАВАЊА И ПЛАСИРАЊА ХОВ НА ОДГОВАРАЈУЋЕ ТРЖИШТЕ.....	297
6.9.1	Регулисано тржиште	300
6.9.1.1	Услови за укључење ХОВ на регулисано тржиште.....	302
6.9.1.2	Поступак за укључење на домаће регулисано тржиште	305
6.9.2	Мултилатерална трговачка платформа	307
6.9.3	ОТЦ тржиште.....	310
6.10	ПРАВО ВРШЕЊА СТАБИЛИЗАЦИЈЕ КУРСА ЕМИТОВАНЕ ХОВ	313
6.10.1	<i>Long position</i> и <i>short position</i> стабилизација курса	316
6.10.2	<i>Greenshoe</i> опција	319
6.10.3	<i>Reverse Greenshoe</i> опција.....	321
6.11	ЗАБРАНА ВРШЕЊА ЗЛОУПОТРЕБА НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА У МАТЕРИЈИ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА.....	323
6.11.1	Забрана злоупотребе инсајдерских информација и обавеза вођења списка инсајдера	323

6.11.2 Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације
курса ХОВ 325

ЗАКЉУЧАК

ЛИТЕРАТУРА

КОРИШЋЕНИ ИЗВОРИ СА ИНТЕРНЕТА

КОРИШЋЕНИ ДОМАЋИ ИЗВОРИ ПРАВА

КОРИШЋЕНИ ИЗВОРИ ПРАВА ЕУ

ИЗВОРИ ПРАВА ПОЈЕДИНИХ ДРЖАВА КОЈИ СУ КОРИШЋЕНИ

Савезна Република Немачка

Савезна Република Аустрија

Сједињене Америчке Државе

Швајцарска Конфедерација

КОРИШЋЕНИ АУТОНОМНИ МЕЂУНАРОДНИ ИЗВОРИ ПРАВА

КОРИШЋЕНЕ ПРЕСУДЕ

ИНДЕКС ПОЈМОВА

САЖЕТАК

Емисиони посао можемо дефинисати као издавање и пласирање серијских ХОВ на тржишту капитала, уз поштовање права и обавеза учесника посла. Оваква дефиниција у себи обухвата сва четири вида емисионог посла: агенцијски посао, покровитељство, комисиону и сопствену емисију. У појединим правним системима значење овог појма је сужено, будући да се емисиони посао ограничава само на покровитељство, односно под овим појмом се подразумева преузимање целокупне емисије ХОВ, или давање гаранција везаних за преузимање, у случају неуспеха. Основа овог рада је шири појам емисионог посла, као теоријски тачнији.

У основи инвестиционог банкарства налази се управо емисиони посао. Стога, не постоји економски развијена држава, без добре правне регулације емисионог посла. Његов економски значај је немерљив, будући да омогућава стварање великих привредних система и прикупљање велике количине новца од најширих друштвених слојева. Он се јавља у два појавна облика, као сопствена и страна емисија. Први тип карактерише одсуство финансијског посредника у емисији и најчешће се јавља у случају билансне секјуритизације ХОВ, коју може вршити само банка као емитент. Одлика стране емисије је учешће финансијског посредника у емисији, при чему разликујемо три врсте овог посла: агенцијску емисију, покровитељство и комисиону емисију.

Под агенцијском емисијом, подразумева се емисија ХОВ, у оквиру које финансијски посредник има обавезу заступања емитента, без обавезе да преузме емитоване ХОВ. Како у праву не постоји идеална подела која би искључила све граничне случајеве, и овде постоји спор у погледу *best effort* покровитељства, као граничног случаја, који се може сврстати у агенцијску емисију и у покровитељство.

Покровитељство је преузимање емитованих ХОВ на сопствени ризик, ради пласирања, или преузимање еквивалентних гаранција, а у оквиру којег се разликују три различита посла: чврсто преузимање, *best effort* преузимање и *stand by* покровитељство. Чврсто преузимање је откуп целокупне количине ХОВ, преосталих након права пречег уписа од стране постојећих акционара, док преостала два вида представљају у суштини гаранцију за успех емисије. Код *best effort* преузимања финансијски посредник се обавезује на облигацију средства, односно да ће учинити све што је у његовој моћи да изврши пласман ХОВ, те врши комисиону продају, без откупа, због чега се овај тип

емисије сврстава и у агенцијску емисију. Код *stand by* покровитељства финансијски посредник се обавезује да одређени део емисије откупи, по најмање постигнутој цени.

Комисиона емисија је карактеристична само за ванбилансну секјуритизацију. Код овог типа емисије долази до преноса потраживања једног привредног друштва (оригинатора) на ДСН, због чега престаје вођење ових потраживања у билансу оригинатора. Након тога се ХОВ емитују у корист оригинатора од стране ДСН-а, те путем комисионог односа долази до рефинансирања новчаних пласмана.

Рад је структурисан тако да покаже све типове емисионог посла, његове учеснике, услове које треба испунити да би се емисија могла спровести, као и правне односе између учесника различитих типова емисија.

Кључне речи: емисија, хартије од вредности, тржиште капитала, сопствена емисија, агенцијска емисија, покровитељство, комисиона емисија, ванбилансна секјуритизација, билансна секјуритизација.

ABSTRACT

Securities issuing business could be defined as issuing and placement of securities, on the capital market, while respecting the rights and obligations of the participants. The definition includes all four types of issuing business, placement, underwriting, commission and own issue. In some legal systems, the meaning of this term is narrowed to the underwriting, since it is defined as underwriting of the entire number of issued securities, or the provision of guarantees, regarding the underwriting in case of failure. The broader concept of the issuing business was the foundation for this work, while it is more theoretically accurate.

The mile stone, of investment banking, is the issuing business. Therefore, there is no developed country without the solid regulation, regarding the issuing business. His economic importance is immense, since it enables the creation of great enterprises and collection of large sums of money, from all social classes. The issuing business has two main forms, own and foreign issue. First type characterizes the absence of a financial intermediary, since the issuer issues the securities on its own. This is common for balance sheet securitization, which could be performed, only by a bank, as an issuer. The feature of a foreign issue is the appearance of financial intermediary in the issuing business. There are three types of foreign issue, placement, underwriting and commission (trust) issue.

Placement refers to the issue of securities, in which the financial intermediary has a representative role, without the obligation to take over the issued securities. As legal divisions, are not ideal in the sence of excluding all borderline cases, there is a dispute regarding best effort underwriting, as a borderline case, so it could be classified boath as, placement and underwriting.

Underwriting is the takeover of issued securities, at the risk of financial intermediary, for the purpose of placement, or the assumption of equivalent guarantees. We could distinguish three different kinds of underwriting, firm, best effort and stand by underwriting. Firm underwriting is the redemption of the entire amount of securities, remaining after pre-emptive rights by existing shareholders. The remaining two types, are more kind of financial intermediary guarantee, for the success of the issue. In the best effort underwriting, financial intermediary commits to the endeavour obligation, in other words to do everything in its power, to make the placement of securities and in doing so, he makes commission sales, without the purchase. This is the reason why this type of issue is sometimes classified as a

placement. In stand by underwriting, the financial intermediary, undertakes to buy a certain volume of the issue, at the least achieved price.

The commission issue is characteristic, for off-balance sheet securitization. Within this type of issue, the claims of the originator are transferred to the special purpose vehicle and are being erased in the originator's balance sheet. Although, the issue of securities is made by special purpose vehicle, it is done in the favor of the originator, through a trust relationship and the cash placements are being refinanced.

This paper is structured in a way to show, all types of issuing business, it's participants, conditions that must be fulfilled in order to carry out the issue and to show the legal relationships between participants in different types of issue.

Keywords: issue, securities, capital market, own issue, balance sheet securitization, placement, underwriting, commission issue, asset securitization, off balance sheet securitization, balance sheet securitization.

DIE ZUSAMMENFASSUNG

Das Wertpapieremissionsgeschäft, könnte man, als Platzierung von Wertpapieren am Kapitalmarkt unter Wahrung der Rechte und Pflichten der Teilnehmer, definiert werden. Diese Definition umfasst alle vier Arten von Emissionsgeschäft, Platzierung, Übernahme, Verbriefung und Eigenemission. In einigen Rechtsordnungen wird der Begriff enger gefasst, da er die Übernahme der gesamten Anzahl der ausgegebenen Wertpapiere, oder die Bereitstellung von Garantien in Bezug auf die Übernahme im Falle eines Ausfalls, beinhaltet. Das breitere Konzept des Emissionsgeschäfts, wurde als Grundlage für diese Arbeit herangezogen, während es theoretisch genauerer ist.

Der Meilenstein des Investmentbankings ist das Emissionsgeschäft, daher gibt es kein wirtschaftliches entwickelte Land, ohne gut regulierte Emissionsgeschäft. Die wirtschaftliche Bedeutung dieses Geschäftes ist unermesslich, da es die Gründung großer Unternehmen und das Sammeln großer Geldsummen, aus allen sozialen Schichten, ermöglicht. Das Emissionsgeschäft hat zwei Hauptformen, das Eigenemission und Fremdemission. Die erste Art ist durch die Abwesenheit eines Finanzintermediärs, bei der Emission gekennzeichnet. In der Praxis, es ist bei dem Pfandbriefen verbreitet, die nur von einer Bank, als Emittent, durchgeführt werden könnte. Ein Merkmal einer Fremdemission ist, dass der Finanzintermediär als Teilnehmer des Emissionsgeschäfts auftritt. Es gibt drei Arten von Emissionsgeschäften im weiteren Sinn, Platzierungs-, Emissionsgeschäft und Verbriefung.

Das Platzierungsgeschäft bezieht sich auf die Emission von Wertpapieren, bei denen der Finanzintermediär eine repräsentative und beratende Stellung gegenüber dem Emittenten hat und bei denen keine Verpflichtung besteht, die emittierten Wertpapiere zu übernehmen. Da rechtliche Abgrenzungen nicht ideal sind, um alle Grenzfälle auszuschließen, besteht auch in diesem Fall ein Streit über das Best-Effort-Underwriting als Grenzfall, der als Platzierungs- oder Emissionsgeschäft im engeren Sinn eingestuft werden kann.

Unter Emissionsgeschäft im engeren Sinn, versteht man die Übernahme von ausgegebenen Wertpapieren auf eigenes Risiko zum Zweck der Platzierung, oder die Übernahme gleichwertiger Garantien. Wir können drei verschiedene Arten des Emissionsgeschäfts unterscheiden: festes Übernahme, best effort Übernahme und stand by-Übernahme. Die feste Übernahme ist die Rückzahlung des gesamten Betrags, der bleibt nach dem Bezugsrecht. Der Finanzintermediär verpflichtet sich im Rahmen der best-effort-Übernahme, nur zum Bestreben, also alles in seiner Macht Stehende zu tun, um Wertpapiere

zu platzieren und damit Kommissionsverkäufe in Auftrag zu geben, aber er kauft die Wertpapiere nicht. Aus diesem Grund, dieses Art der Emission, wird manchmal als Platzierung eingestuft. Beim stand by Übernahme, verpflichtet sich der Finanzintermediär, ein bestimmtes Emissionsvolumen, zum am wenigsten erzielten Preis, zu kaufen.

Die Verbiefung ist nur charakteristisch für die sogenannte außerbilanz Securitization. Bei dieser Art der Emission, werden die Forderungen eines Unternehmens (Originators) auf die Zweckgesellschaft übertragen, daher werden sie in der Bilanz des Originators und durch kommissionen Ausgabe, von Wertpapieren, durch das Zweckgesellschaft, zugunsten der Originatoren, die Geldplatzierungen werden refinanziert.

Dieses Arbeit ist so strukturiert, dass es alle Arten des Emissionsgeschäfts im weiteren Sinn, seine Teilnehmer und die Bedingungen, die erfüllt sein müssen, damit die Emission durchgeführt werden kann und rechtlichen Beziehungen zwischen Teilnehmern an verschiedenen Arten von Emissions, darstellen kann.

Schlüsselwörter: Emission, Wertpapiere, Kapitalmarkt, Eigenemission, Pfandbriefen, Platzierungsgeschäft, Emissionsgeschäft, Verbiefung.

СКРАЋЕНИЦЕ

- **ABS** – енг. *asset backed securities*, партиципативне обвезнице чија основа за издавање је актива проистекла из потраживања која не спадају у хипотекарне кредите.
- **AktG** – Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 15 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
- **AlgGbdDBFreiv** – Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 09.12.2019.
- **BaFin** – нем. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Савезна служба за надгледање финансијских услуга у СРН.
- **BGB** – Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 13 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
- **BörsG** – Börsengesetz (BörsG), vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.
- **BörsZulV** – Börsenzulassungs-Verordnung (BörsZulV), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2832), die zuletzt durch Artikel 8 Absatz 5 des Gesetzes vom 8. Juli 2019 (BGBl. I S. 1002) geändert worden ist.
- **BörzOrFWB** – Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand am 23.11.2020.
- **BWG** – Das österreichische Bundesgesetz über das Bankwesen (Bankwesengesetz – BWG) StF: BGBl. Nr. 532/1993 idF BGBl. Nr. 639/1993 (DFB) (NR: GP XVIII RV 1130 AB 1170 S. 127. BR: AB 4571 S. 573.) [CELEX - Nr.: 373L0183, 377L0780, 389L0646, 389L0299, 389L0647, 391L0031, 383L0350, 386L0635, 389L0117, 391L0308 (EWR/Anh. IX)][CELEX - Nr.: 387L0102 (EWR/Anh. XIX)].
- **CDO** – енг. *collateral debt obligation*, тип структурисаних партиципативних обвезница које као своју активу имају кредитна потраживања заједно повезана у један портфолио.
- **CDS** – енг. *credit default swaps*, уговор о хеџингу код кога једна страна тражи да умањи себи ризик изложености, те зато плаћа накнаду за осигурање другој страни, која исплаћује осигурани износ у случају наступања осигураног ризика.
- **CESR** – енг. *Committee of European Securities Regulators*, Комитет европских регулатора ХОБ.

- **CFO** – енг. *collateral fund obligations*, тип структурисаних партиципативних обвезница које као активу има потраживања хец и других фондова.
- **CLO** – енг. *collateral loan obligations*, тип структурисаних партиципативних обвезница које као активу има потраживања привредних друштава.
- **СМО** – енг. *colateral morgage obligations*, тип структурисаних партиципативних обвезница код којих као актива служе хипотекарни кредити.
- **DeckRegV** – Verordnung über die Form und den Inhalt der Deckungsregister nach dem Pfandbriefgesetz und die Aufzeichnung der Eintragungen (Deckungsregisterverordnung - DeckRegV) vom 25. August 2006 (BGBl. I S. 2074), die durch Artikel 7 des Gesetzes vom 20. März 2009 (BGBl. I S. 607) geändert worden ist.
- **DepotG** – Depotgesetz (DepotG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514; 2017 I 559) geändert worden ist.
- **DM** – Марка Савезне Републике Немачке.
- **DV (EU) 2016/1052** – Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 der Kommission vom 8.3.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen anwendbaren Bedingungen.
- **DV (EU) 2019/980** – Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission.
- **DV (EU) C(2016)1357/F1** – Delegierte Verordnung (EU) C(2016)1357/F1 im verbund mit dem Art 25 des Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.
- **EBA** – енг. *European Banking Authority*, Европска банкарска управа.
- **ESMA** – енг. *European Securities and Markets Authority*, Европско надзорно тело за финансијске инструменте и тржиште капитала.
- **Fannie Mae** – енг. *Federal National Mortgage Associating*, агенција за осигурање стамбених кредита формирана у САД на основу National Housing Act из 1934 године.
- **FATF** – енг. *Financial Action Task Force*, међувладина организација основана 1989. године на иницијативу Г7, ради развоја политика за борбу против прања новца.

- **FinDAG** – Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) vom 22. April 2002 (BGBl. I S. 1310), das zuletzt durch Artikel 9 Absatz 6 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
- **FISN** – скраћена ознака једног финансијског инструмента, а сваки има максимално 35 ознака, користи се у извештајима о промету на финансијским тржиштима. Издаје се на основу *ISO 18774* стандарда.
- **FOMC** – енг. *Federal Open Market Committee* - орган у оквиру система Федералних резерви, који одлучује о куповини и продаји ХОВ издатих од стране система Федералних резерви.
- **Freddie Mac** – енг. *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, агенција за осигурање стамбених кредита у САД формирана на основу Emergency Home Finance Act из 1970. године.
- **FWB** – нем. *Frankfurter Wertpapier Börse*, Франкфуртска берза ХОВ.
- **GfZvAaP** – Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger, Herausgegeben von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen am 7. Juni 2000.
- **Ginnie Mae** – енг. *Government National Mortgage Association*, агенција за осигурање стамбених кредита у САД формирана на основу Housing and Urban Development Act из 1968. године.
- **GUEGR** – Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung Bank- und Wertpapieraufsichtrechtlicher Vorschriften, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 71 vom 28/10/1997.
- **НупВГ** – Hypothekbankgesetz – НупВГ. Vom 13. Juli 1899. StF: dRGBl. S 375/1899 (GBIÖ Nr. 648/1938).
- **ICMA** – енг. *International Capital Market Association*, Међународна асоцијација тржишта капитала.
- **ICMA ААМ v1** – ICMA Standard Form Agreement Among Managers Version 1 (ICMA ААМ v1).
- **IOSCO** – енг. *International Organization of Securities Commissions*, Међународна организација комисија за ХОВ.
- **ISIN** – број којим се сваки финансијски инструмент означава појединачно и јединствено на међународном нивоу. Састоји се од 12 карактера, издаје се на основу *ISO 6166* стандарда.

- **ISO** – енг. *International Organization for Standardization*, Међународна организација за стандардизацију.
- **KMG** – Österreichisches Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG) StF: BGBl. Nr. 625/1991 (NR: GP XVIII RV 147 AB 271 S. 45. BR: AB 4133 S. 546.).
- **KWG** – Kreditwesengesetz (KWG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
- **LuftNaSiG** – Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz vom 5. Juni 1997 (BGBl. I S. 1322), das zuletzt durch Artikel 24 Absatz 17 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist.
- **MBS** – енг. *morgage backed securities*, партиципативне обвезнице чија основа за издавање је актива проистекла из хипотекарних кредита.
- **MIC** – код који служи за идентификацију тржишта на којем се један финансијски инструмент котира, који је од посебног значаја када се финансијски инструменти једног емитента котира на више тржишта. *MIC* код за Београдску берзу је *XBEL*. Овај код се издаје на основу *ISO 10383* стандарда.
- **ÖaktG** – Das österreichische Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (Aktiengesetz – ÖAktG) StF: BGBl. Nr. 98/1965 idF BGBl. Nr. 24/1985 (DFB) (NR: GP X RV 301 AB 661 S. 76. BR: S. 226.).
- **OR ZGB** – Obligationsrecht des schweizerischen Zivilgesetzbuches (ZGB), vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Januar 2020), Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 28. Mai 1904.
- **OTC** – енг. *over the counter* тржиште.
- **PfandBG** – Pfandbriefgesetz (PfandBG), vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
- **PfG** – Pfandbriefgesetz (PfG) vom 25. Juni 1930 (Stand am 1. Januar 2015) Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 Absatz 2 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 14. Dezember 1925.
- **R 2003/6/EG** – Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

- **R 2003/71/EG** – Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.
- **R 2004/109/EG** – Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.
- **R 2004/25/EG** – Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.
- **R 2004/39/EG** – Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.
- **R 2006/48/EG** – Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute.
- **R 2006/49/EG** – Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung).
- **R 2010/73/EG** – Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind
- **R 2011/61/EG** – Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.
- **R 2013/36/EU** – Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen.
- **R 2014/57/EG** – Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).
- **R 2014/65/EU** – Richtlinie 2014/65/EU des europäischen parlaments und des rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU. (MIFID 2)

- **R 79/279/EWG** – Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (79/279/EWG) ABI. EG Nr. L66/21 vom 16. März 1979.
- **R 80/390/EWG** – Richtlinie der Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (80/390/EWG), ABI. EG Nr. L100/1 vom 17. April 1980.
- **SchVG** – Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), das zuletzt durch Artikel 18 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
- **SEC** – енг. *U.S. Securities and Exchange Commission*, регулаторно тело за ХОБ у САД.
- **Securities Act of 1933** – An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate [Public, No. 22.] and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes, 73d Congress. sess. I. ch. 38. May 27, 1933.
- **SWIFT** – енг. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*, Удружење за међународне, међу-банкарске финансијске телекомуникације.
- **UGB** – Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB) StF: dRGBl. S 219/1897 (GBlÖ Nr. 86/1939).
- **VO (EG) Nr. 1060/2009** – Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.
- **VO (EU) 2017/1129** – Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.
- **VO (EU) Nr. 462/2013** – Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013. zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.
- **VO (EU) Nr. 596/2014** – Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG.
- **VO (EU) Nr. 600/2014** – Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

- **VO (EU) Nr. 648/2012** – Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Ова директива се у пракси зове Европска инфраструктурна регулатива (*European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*).
- **VO (EU) Nr. 909/2014** – Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012.
- **VO (EU) Nr. 575/2013** – Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012.
- **WpHG** – Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 1 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
- **WpPG** – Wertpapierprospektgesetz (WpPG), vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 60 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.
- **ZGB** – Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB), vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Januar 2020), Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 28. Mai 1904.
- **АД** – Акционарско друштво.
- **АП** – Аутономна покрајина.
- **АПР** – Агенција за привредне регистре Републике Србије.
- **БИХ** – Федерална Република Босна и Херцеговина.
- **ДОО** – Друштво са ограниченом одговорношћу.
- **ДСН** – Друштво специјалне намене, нем. *Zweckgesellschaft*, енг. *special purpos whicle*.
- **ЗЗКФУ** – Закон о заштити корисника финансијских услуга, („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014).
- **ЗЈБ** – Закон о јавном бележничтву („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011, 85/2012, 19/2013, 55/2014 – др. закон, 93/2014 – др. закон, 121/2014, 6/2015 и 106/2015).

- **ЗОО** – Закон о облигационим односима („Сл. лист СФРЈ“, бр. 29/78, 39/85, 45/89 - одлука УСЈ и 57/89, „Сл. лист СРЈ“, бр. 31/93, „Сл. лист СЦГ“, бр. 1/2003 - Уставна повеља и „Сл. гласник РС“, бр. 18/2020).
- **ЗПАД** – Закон о преузимању акционарских друштава („Сл. гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016).
- **ЗПД** – Закон о привредним друштвима („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018 и и 91/2019).
- **ЗРСЗ** – Закон о решавању сукоба закона са прописима других земаља („Сл. лист СФРЈ“, бр. 43/82 и 72/82 - испр., „Сл. лист СРЈ“, бр. 46/96 и „Сл. гласник РС“, бр. 46/2006 - др. закон).
- **ЗТБ** – Закон о трговачком бродарству, („Сл. гласник РС“, бр. 96/2015 и 113/2017 - др. закон).
- **ЗТК** – Закон о тржишту капитала ("Сл. гласник РС", бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016, 9/2020 и 153/2020).
- **ЗТХОВ** – Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Сл. гласник РС“, бр. 47/2006).
- **ЗХ** – Закон о хипотеци, („Сл. гласник РС“, бр. 115/2005, 60/2015, 63/2015 – одлука УС и 83/2015).
- **ЗХОВ** – Закон о хартијама од вредности („Сл. Лист СРЈ“ бр. 26/95, 28/96 – други закон и 59/98).
- **КМ** – Конвертабилна марка Босне и Херцеговине.
- **КХОВ** – Комисија за хартије од вредности Републике Србије.
- **МТП** – Мултилатерална трговинска платформа.
- **НБС** – Народна банка Србије.
- **НКОСК** – Национална корпорација за осигурање стамбених кредита.
- **ОИШЗ** – Одлука о условима и начину издавања штедних записа Народне банке Србије („Сл. Гласник РС“, бр. 113 од 20. 12. 2005.).
- **ОУНСОТ** – Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011 и 34/2013, 74/2020 и 98/2020).
- **ОУПКХОВ** – Одлука о условима и начину издавања и продаје краткорочних хартија од вредности, („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011.)
- **РС** – Република Србија.

- **РСД** – Динар Републике Србије.
- **САД** – Сједињене Америчке Државе.
- **СГЗ** – Српски грађански законик од 11. марта 1844. године, са изменама и допунама.
- **СРН** – Савезна Република Немачка.
- **УЕРХПТ** – Уредба о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 100/2014, 78/2017, 66/2018, 78/2018 и 140/2020).
- **УЕПХМТ** – Уредба о општим условима за емисију и продају дугорочних државних хартија од вредности на међународном финансијском тржишту „Сл. гласник РС“, бр. 4/2013 од 13.1.2013. године.
- **ХОВ** – Хартије од вредности.
- **ЦРХОВ** – Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности Републике Србије .

СКРАЋЕНИЦЕ У ЦИТИРАЊУ ПРОПИСА

- **Abs.** - нем. *Absatz*, скраћеница којом се означава став у ЕУ (немачка редакција), немачком, аустријском, швајцарском праву.
- **Art.** - нем. *Artikel*, енг. *article*, скраћеница за члан у ЕУ, англосаксонском, аустријском, швајцарском праву, а у праву СРН овим именом се означавају само чланови устава.
- **ff** - нем. *fortfahren*, у преводу значи „и следећи“, користи се уколико је у току цитирања потребно навести више чланова који следе један за другим, како би се избегло њихово поименично помињање. Скраћеница се користи у праву СРН, аустрије и швајцарске.
- **Nr.** - нем. *Nummer*, скраћеница којом се означава нумерички тачка у ЕУ (немачка редакција), немачком, аустријском, швајцарском праву.
- **Par.** - нем. *Partikel*, скраћеница којом се означавају чланови у праву СРН, у законским и подзаконским актима, будући да се реч *Artikel* користи само за чланове устава.
- **S.** - нем. *Satz*, скраћеница којом се означава реченица, која се цитира у оквиру члана без тачке, или у оквиру тачке у ЕУ (немачка редакција), немачком, аустријском, швајцарском праву.
- **sec.** - нем. *section*, скраћеница којом се означава став у ЕУ (енглеска редакција) и англосаксонском праву.
- **sub.** - енг. *subsection*, скраћеница којом се означава тачка у ЕУ (енглеска редакција) и англосаксонском праву.
- **Sublit.** - лат. *Sublitera*, скраћеница којом се означава нумерички тачка у ЕУ (немачка редакција), немачком, аустријском, швајцарском праву.
- **UAbs.** - нем. *Unterabsatz*, скраћеница којом се означава тачка, која није нумерички или словно означена у ЕУ (немачка редакција), немачком, аустријском, швајцарском праву.
- **ст.** - ознака за став у нашем праву.
- **тач.** - ознака за тачку у нашем праву.
- **чл.** - ознака за члан у нашем праву.

УВОД

Емисиони посао има централну улогу у инвестиционом банкарству, будући да емисија ХОВ јесте смисао постојања истог. Емисиони посао има троструке ефекте, будући да омогућава прибављање додатних новчаних средстава од инвеститора, али истовремено у себи може садржати и пренос ризика и пружање услуге.³ Пренос ризика постоји у случају покровитељства, када покровитељ на себе преузима ризик успеха емисије. Такође, постоји и код комисионе емисије, где друштво специјалне намене (даље у тексту: ДСН) емисију врши у своје име, али за рачун оригинатора, на тај начин што преузима активу из његових биланса, лишавајући га даљих ризика пословања, уз њено рефинансирање након емисије партиципативних обвезница. У оквиру емисионог посла, услугу пружају финансијски посредници у току агенцијске емисије, покровитељства и комисионе емисије.

Овај банкарски сегмент није развијен у РС, што је последица наслеђа из времена комунизма, када је био забрањен, али и пропадања економије у време транзиције, те је и банкарски сектор нудио само базичне услуге. Наше позитивно право у овој области пре свега је производ имплементације и хармонизације са правом ЕУ, али без усклађивања са пратећом домаћом регулативом, што у комбинацији са неразвијеним тржиштем има за последицу немогућност коришћења пуног потенцијала емисионог посла за прикупљање слободних новчаних средстава на тржишту. Најбољи показатељ ове неусклађености је слаба разноврсност ХОВ које је могуће емитовати, због чега ХОВ које на иностраним тржиштима заузимају највеће тржишно учешће, попут покривених и партиципативних обвезница, у нашем систему није могуће емитовати. Из овог разлога, у раду је приказана упоредно правна анализа решења у праву ЕУ и Савезне републике Немачке (даље у тексту и фуснотама: СРН), уз поврмени приказ решења у праву СР Аустрије, Швајцарске Конфедерације и праву САД-а у границама могућег, будући да се у последњем случају ради о англосаксонском правном систему.

У првом делу рада анализирају се извори права у РС, ЕУ и СРН, будући да су ови правни системи и њихова упоредно правна анализа окосница рада. Потом се обрађује појам емисионог посла и постојеће дефиниције, након чега се појашњава значај емисионог посла и обрађују ХОВ које могу бити предмет емисионог посла и њихове карактеристике. Представљене су и ХОВ, које су делимично или у потпуности непознате у нашем праву. Управо овај део рада најбоље осликава колико је наше

³Stefan Grundmann, *Bankrecht-Handbuch*, München 2017, S. 1471.

тржиште неразвијено, будући да је познат само један тип хибридних обвезница, замењивих за акције, док се у упоредном праву исте могу конвертовати у читав низ других ХОВ. Непознате су и покривене и партиципативне обвезнице, као и поступак билансне и ванбилансне секјуритизације. Такође, обрађене су све врсте ХОВ које могу бити предмет емисионог посла, укључујући, акције, варанте, депозитне потврде и инструменте тржишта новца.

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.

У трећем делу рада, приказују се учесници емисионог посла и лица од значаја за емисини 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 поступака емисије, и централни депозитар, који врши депозит емитованих ХОВ, али и агенције за осигурање стамбених кредита које пружају средства обезбеђења, а и саме могу бити емитенти. Такође, укратко се говори о међународним организацијама од значаја за емисиони посао.

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.

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.

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, о условном повећању основног капитала, или о повећању из нето имовине друштва, те о одобравању акција, 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 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, морају се обрадити 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 ми немамо овај тип регулације.

I. ПРВИ ДЕО

ИЗВОРИ ПРАВА, ПОЈАМ, ЗНАЧАЈ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА, ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

1.1 ИЗВОРИ ПРАВА

Позитивно правни прописи у материји тржишта капитала су настали као последица усклађивања са правом ЕУ, те су законодавне промене вршене да би се испратио развој права ЕУ. Како би се схватила законодавна решења у нашем систему, потребно је проучити прописе ЕУ и изворе у којима је ово право садржано, будући да постоји несклад у погледу степена развијености нашег тржишта и законодавства којим је оно регулисано. Право ЕУ је делимично преузето на нивоу законских прописа, док подзаконска акта која их допуњују, а постоје у развијеним државама чланицама, нису преузета, било у целини или делимично. У раду је приказано упоредно право у СРН, као држави чланици ЕУ, са развијеним тржиштем капитала и добром регулативом у овој области, па је зарад схватања регулативе и начина функционисања развијеног тржишта капитала неопходно указати на изворе права и у овој земљи.

1.1.1 Извори права у Р. Србији

Изворе права можемо поделити на законске, подзаконске и аутономне. Друга подела која се може направити јесте на системско законодавство, које установљава срж регулативе у једној области, и супсидијарно законодавство које регулише материју само већим, или мањим делом.

Најзначајнији законски извор је Закон о тржишту капитала (даље у тексту: ЗТК),⁴ будући да се ради о системском закону, који чини основу права тржишта капитала. Овај закон регулише основна обележја финансијских инструмената, попут дематеријализованости ХОВ којима се тргује на тржишту капитала и основну садржину ХОВ којима се може трговати. За разлику од развијених земаља наш систем не познаје серијске материјализоване ХОВ, стога недостаје још један системски пропис који би регулисао ову материју. Раније је то чинио Закон о хартијама од вредности (даље у

⁴Закон о тржишту капитала („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020, даље у фуснотама: ЗТК).

тексту: ЗХОВ),⁵ међутим он више није на снази. Такође, регулишу се питања везана за проспект, те се дефинишу типови проспекта и то за јавну понуду, за укључење у трговање, скраћени, јединствени и подељени као и који су то случајеви када није неопходно састављање проспекта, затим се обрађује поступак пред Комисијом за хартије од вредности (даље у тексту и фуснотама: КХОВ) за одобравање проспекта и одговорност за садржину проспекта и адресати ове одговорности. Дефинише се поступак уписа и уплате ХОВ, садржина уписнице и упис ХОВ у Централни регистар хартија од вредности, депо и клиринг хартија од вредности Републике Србије (даље у тексту и фуснотама: ЦРХОВ) и укључивање ХОВ на трговање на одговарајући сегмент тржишта. Обрађују се и питања од значаја за *loro* и *nostro* емисију, попут одобравања страног проспекта, или нуђења домаћих ХОВ у иностранству. Због лоше регулације депозита ХОВ, могућност за вршење емисије са страним елементом је осујећена, осим у случају депозитних потврда. Потом, регулише се и секундарно трговање и обавезе емитента након емисије у погледу емитованих ХОВ, попут информисања. Злоупотребе на тржишту капитала се обрађују, али не и питања везана за стабилизацију цене емитованих ХОВ, те ова област остаје нерегулисана. Потом се утврђују питања од значаја за регулисано и МТП тржиште, попут услова за оснивање, организационих и техничких услова за рад и сл. ОТЦ тржиште није регулисано законски, већ је само дата дефиниција истог, те се спомиње у делу везаном за изузетке од обавезе објављивања проспекта и за забрану злоупотреба на тржишту капитала, али оваква регулација је уобичајена јер се ради о тржишту које није регулисано. Дефинишу се питања везана за рад финансијских посредника (инвестиционих друштава), услови и поступак за добијање дозволе за рад, затим надлежност и рад ЦРХОВ-а, као централног депозитара у РС. Законски није предвиђена могућност да ЦРХОВ отвара своја одељења у иностранству и да врши депозит домаћих ХОВ емитованих на страном тржишту, а није могуће ни отварање одељења страних централних депозитара у РС, па стога није могуће ни да се акције иностраних емитената директно котирају код нас на тржишту капитала. На крају, дефинише се КХОВ, састав овог тела, начин избора и начин рада овог тела, те овлашћења истог и начин вршења контроле.

⁵ХОВ се делимично регулишу у оквиру ЗОО, али су раније исте биле детаљно регулисане у Закону о хартијама од вредности („Сл. лист СРЈ“, бр. 26/95, 28/96 - други закон и 59/98, даље у фуснотама: ЗХОВ).

Следећи системски пропис је Закон о привредним друштвима (даље у тексту: ЗПД),⁶ који регулише АД, акције и њихове карактеристике, врсте и класе акција и права која су у истима интегрисана, потом ограничења везана за емисиону цену, која практично онемогућавају вршење аукцијског утврђивања емисионе цене и *bookbuilding*-а. Такође се дефинишу замењиве обвезнице и варанти, утврђују се критеријуми за одређивање емисионе цене ових ХОВ. За емисиони посао од значаја су и следећа питања регулисана овим законом и то повећање основног капитала путем нових улога, условно повећање основног капитала, повећање основног капитала из нето имовине друштва, одобрене акције, промена статута ради повећања основног капитала, одлука о емисији ХОВ и право пречег уписа акција, замењивих обвезница и вараната, као и искључење права пречег уписа ових ХОВ.

Закон о облигационим односима (даље у тексту: ЗОО)⁷ је најзначајнији супсидијарни законски извор који регулише материју емисионог посла, јер се исти примењује на грађанско правне односе у оквиру емисионог посла, те регулише налог, купопродају и обезбеђење потраживања. На жалост, РС не поседује закон којим би се на свеобухватан начин регулисале материјализоване ХОВ, што је огроман пропуст, те њихово емитовање није могуће. Раније је постојао ЗХОВ који је регулисао ову материју. Од значаја је и Закон о јавном дугу,⁸ будући да регулише државну гаранцију, као вид обезбеђења, те Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар⁹, Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају¹⁰ и Закон о трговачком бродарству (даље у тексту: ЗТБ)¹¹, будући да се истима регулишу питања везана за залог на покретним стварима и на ваздухопловима, те хипотека на броду. Како емисиони посао има и јавно правни елемент од значаја је и Закон о општем управном поступку,¹² будући да се исти примењује у управним поступцима који се врше везано за емисиони посао. Пошто је емисиони посао изузетно компликован примењују се и поједине одредбе других закона, али нису од већег

⁶Закон о привредним друштвима („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018 и и 91/2019, даље у фуснотама: ЗПД).

⁷Закон о облигационим односима („Сл. лист СФРЈ“, бр. 29/78, 39/85, 45/89 - одлука УСЈ и 57/89, „Сл. лист СРЈ“, бр. 31/93, „Сл. лист СЦГ“, бр. 1/2003 - Уставна повеља и „Сл. гласник РС“, бр. 18/2020, даље у фуснотама: ЗОО).

⁸Закон о јавном дугу („Сл. гласник РС“, бр. 61/2005, 107/2009, 78/2011, 68/2015, 95/2018 и 91/2019).

⁹Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, („Сл. гласник РС“, бр. 57/2003, 61/2005, 64/2006 - испр., 99/2011 - др. закони и 31/2019).

¹⁰Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају („Сл. гласник РС“, бр. 87/2011 и 66/2015).

¹¹Закон о трговачком бродарству, („Сл. гласник РС“, бр. 96/2015 и 113/2017 - др. закон, даље у фуснотама: ЗТБ).

¹²Закон о општем управном поступку („Сл. гласник РС“, бр. 18/2016 и 95/2018 – аутентично тумачење)

значаја,¹³ попут Закона о преузимању акционарских друштава (даље у тексту: ЗПАД)¹⁴, који се примењује код једног изузетка од обавезе објављивања проспекта, али нема готово никакав практични значај.

Што се тиче подзаконских аката за вршење емисионог посла од значаја су прописи донети од стране Владе РС, Народне банке Србије (даље у тексту и фуснотама: НБС), КХОВ. Будући да се ЗТК не примењује на РС и НБС као емитенте, они подзаконским актима регулишу емисију својих дужничких ХОВ. Стога је Влада РС донела Уредбу о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту (даље у тексту: УЕРХПТ)¹⁵ којом се регулише емисија дужничких ХОВ овог емитента у РС, као и Уредбу о општим условима за емисију и продају дугорочних државних хартија од вредности на међународном финансијском тржишту (даље у тексту: УЕПХМТ)¹⁶ где се одређује издавање дужничких ХОВ овог емитента у иностранству, а НБС је донела Одлуку о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту (даље у тексту: ОУНСООТ)¹⁷, којом се дефинише аукцијска продаја ХОВ које издаје НБС, као и Одлуку о условима и начину издавања и продаје краткорочних хартија од вредности (даље у тексту: ОУПКХОВ)¹⁸, којом се дефинишу услови под којима НБС издаје краткорочне ХОВ, као и начин њиховог пласмана.

Неколико подзаконских аката од значаја за емисиони посао донела је и КХОВ, а између осталих Правилник о садржини захтева за одобрење објављивања проспекта и документацији која се доставља уз захтев за одобрење проспекта¹⁹ којим се дефинише садржина захтева за одобравање проспекта и документација која се доставља, потом

¹³Будући да у нашем правном систему није могуће издавање секјуритизованих ХОВ, због одредаба Закона о заштити корисника финансијских услуга („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014), Закон о хипотеци нема већи значај. Иначе овај закон онемогућава заснивање хипотеке као средства обезбеђења за обавезе из ХОВ-а. Закон о националној корпорацији за осигурање стамбених кредита („Сл. гласник РС“, бр. 55/2004), такође нема већи значај из разлога што се не могу издати покривене обвезнице.

¹⁴Закон о преузимању акционарских друштава („Сл. гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016, даље у фуснотама: ЗПАД).

¹⁵Уредба о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 100/2014, 78/2017, 66/2018, 78/2018 и 140/2020, даље у фуснотама: УЕРХПТ).

¹⁶Уредба о општим условима за емисију и продају дугорочних државних хартија од вредности на међународном финансијском тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 4/2013, даље у фуснотама: УЕПХМТ).

¹⁷Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011, 34/2013 и 74/2020, даље у фуснотама: ОУНСООТ).

¹⁸Одлука о условима и начину издавања и продаје краткорочних хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011, даље у фуснотама: ОУПКХОВ).

¹⁹Правилник о садржини захтева за одобрење објављивања проспекта и документацији која се доставља уз захтев за одобрење проспекта („Сл. гласник РС“, бр. 89/2011, 14/2016 и 61/2020).

Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспекат и основни проспекат и оглашавању у вези са проспектом²⁰ којим се регулише садржина проспекта, те Правилник о примени изузетака од обавезе објављивања проспекта²¹, где се наводе изузеци од обавезе објављивања проспекта, као и Правилник о одобравању статуса квалификованог инвеститора и вођењу регистра²², којим се регулише одобравање статуса квалификованог инвеститора.

Од аутономних правних аката на емисиони посао значајан утицај имају акта ЦРХОВ, и Београдске берзе. Што се тиче ЦРХОВ, то су Правила пословања Централног регистра ХОВ²³ којима се регулише рад ЦРХОВ и упис емитованих ХОВ на одговарајуће рачуне, а на нивоу Београдске берзе то су Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд,²⁴ која регулишу укључење на МТП тржиште и Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд²⁵ која наводе правила за укључење у листинг Београдске берзе, те Правилник о тарифи Београдске берзе а.д. Београд²⁶ који одређује тарифу и њену висину.

1.1.2 Извори права у ЕУ и њихов развој

На основу захтева Савета ЕУ изнетог на заседању у Бечу децембра 1998. године, да се отклоне препреке које су постојале на нивоу ЕУ, како би се формирало јединствено тржиште капитала, Европска комисија је 11. маја 1999. године објавила Акциони план за финансијске услуге²⁷ који је поставио неколико основних циљева и то,

²⁰Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспекат и основни проспекат и оглашавању у вези са проспектом („Сл. гласник РС“, бр. 89/2011, 14/2013, 14/2016, 74/2016 и 61/2020).

²¹Правилник о примени изузетака од обавезе објављивања проспекта („Сл. гласник РС“ бр. 15/2017).

²²Правилник о одобравању статуса квалификованог инвеститора и вођењу регистра („Сл. гласник РС“, бр. 89/2011).

²³Правила пословања Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности (број 2/12-3 од 27.04.2012. године, са изменама и допунама: 10 број 2/12-2 од 26.12.2012. године, 10 број 2/6-3/1 од 09.10.2013. године, 10 број 2-8/21-2 од 25.07.2014. године, 10 број 2-8/23-4-1 од 29.12.2014. године, 10 број 2-9/12-2 од 11.12.2015. године, 10 број 2-9/18-2 од 18.03.2016. године, 10 број 2-9/33-2 од 18.01.2018. године, 10 број 2-9/36-7 од 22.03.2018. године, 10 број 2-9/39-2 од 10.10.2018. године, 10 број 2-9/40-4 од 26.12.2018. године, 10 број 2-9/46-2 од 25.06.2019. године, 10 број 2-9/51-2 од 22.01.2020. године и 10 број 2-9/54-4 од 25.03.2020. године, на даље у тексту и фуснотама: Правила пословања Централног регистра ХОВ.).

²⁴Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд (број: 04/2-3242/12, са изменама и допунама број: 04/2-1521/13, 04/2- 1148/14, 04/2-12143-1/15, 04/2 бр. 6512/18, бр. 04/2- 7704/18 и 04/2-1212/20)

²⁵Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3163/12, 04/2-12157/15, 04/2-6848/16, 04/2-323/18, 04/2-3383/18, 04/2-1211/20).

²⁶Правилник о тарифи Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3165-1/12, 04/2-1533/15, 04/2-9055/15, 04/2-8418/16, 04/2-7705/18 и 04/2-1213/20.).

²⁷Акциони план за финансијске услуге је трајао 6 година, закључно са 2004. годином и од 42 предвиђене мере испуњено је 93% планираног. На овај начин је створено унутрашње финансијско тржиште и тзв. „финансијски пасош“ који је омогућио финансијским посредницима, који су у једној земљи чланици

да побољша контролу тржишта капитала, да се отклоне недостатци у надзору који су до тада постојали, да се створе посебни стандарди како би се банкарски сектор ЕУ ставио под утицај права конкуренције, да се направи јединствени регулаторни и надзорни концепт који ће бити база за даљи развој јединственог тржишта и на крају да се уведе појачана заштита улагача.²⁸ Основа Акционог плана је усвајање пет директива и то: Директиве о финансијским инструментима на тржишту капитала (*MiFID*, енг. *Markets in Financial Instruments Directive*)²⁹, Директиве о проспекту,³⁰ Директиве о злоупотребама на тржишту капитала³¹, Директиве о информацијама везаним за емитента,³² и Директиве везане за понуду за преузимање акција.³³

Европска комисија је 2004. године објавила нови Акциони план, будући да су уочени одређени проблеми у вези са успостављањем јединственог тржишта, те је исти упућен Савету ЕУ и Европском Парламенту, а како би се указало на потребу регулисања питања везаних за клиринг и салдирање на нивоу ЕУ.³⁴ Проблеми који су се јављали су били везани за мањкаве процесне норме, неједнаке опште услове пословања, неједнаку пореску политику, законодавне и правне оквире.³⁵ Ова питања су накнадно делимично усклађивана кроз друге директиве из области тржишта капитала, али никада није донет један пропис који би ову материју регулисао. У материји клиринга и

регистровани, да без даљих правних, или регулаторних услова да послују на целокупном европском привредном прстору.

²⁸Nadine Ruppel, *Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union*, Gießen, 2013, S. 39.

²⁹Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates. (Даље у фуснотама: R 2004/39/EG.)

³⁰Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG. (Даље у фуснотама: R 2003/71/EG). Ова правила су претрпела значајну измену 2010. године, доношењем Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. (Даље у фуснотама: R 2010/73/EG.)

³¹Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

³²Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

³³Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

³⁴Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 28. April 2004 „Clearing und Abrechnung in der Europäischen Union - Künftige Maßnahmen“ [KOM(2004) 312 endg. - Nicht im Amtsblatt veröffentlicht].

³⁵Више: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=LEGISSUM:l32002>, сајт посећен 13.05.2019. године.

салдирања значајну улогу има Уредба ЕУ о регулаторним техничким стандардима у салдирању³⁶, као и општи услови пословања клириншких кућа и удружења које се баве материјом тржишта капитала.³⁷

Након што је Базелски комитет за банкарски надзор (енг. *Basel Committee for Banking Supervision*, даље у тексту :*BCBS*)³⁸ усвојио Базел 2 правила,³⁹ која иначе нису обавезујућа, ЕУ иста имплементира у свој правни систем и чини их обавезујућим путем две директиве и то Директиве о одговарајућој висини сопственог капитала за финансијске посреднике и кредитне институте⁴⁰ и Директиве о условима за обављање делатности кредитних института.⁴¹ Ове две директиве су познате као *CRD 1* директива (енг. *Capital Requirements Directive 1*). Савет ЕУ је на свом састанку 8. и 9. марта 2007. године закључио да административне трошкове компанија треба смањити за 25% до 2012. године како би се повећала конкурентност компанија у ЕУ, а неке од одредаба претходно поменутих директива су од стране Европске централне банке идентификоване као проблематичне, те се јавила потреба за њиховим изменама, али уз захтев да се не ремети достигнути ниво заштите инвеститора и функционисање тржишта у ЕУ.⁴² Стога је Директива о проспекту измењена 2010. године.⁴³ Како је 2008. године избила велика рецесија која је проузроковала пропаст неколико инвестиционих банака, *BCBS*, доноси Базел 3 правила⁴⁴ 2010. године којима додатно диже захтеве у погледу потребног степена ликвидности. У међувремену је ЕУ донела сопствена

³⁶Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012. (Даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 909/2014.)

³⁷Види: „BVI-Wertpapier transaktions Standards“ доступно на: <https://www.bvi.de/bvi/wir-ueber-uns>, сајт посећен 13.05.2019. године.

³⁸Базелски комитет за надзор банака, је основан од стране држава чланица Г10 групе крајем 1974. године, при Међународној банци за поравнања (*BIS*) у Базелу. *BCBS* почиње са радом 1975. године, а данас броји 45 чланова, централних банака и регулаторних тела из 28 земаља чланица. Више: <https://www.bis.org/bcbs/>, сајт посећен 13.05.2019. године.

³⁹Базел 2 правила су необавезујуће препоруке, које је *BCBS* препоручио у циљу реформисања банкарског сектора, а истима се установљава висина капитала које банке треба да поседују како би се сачувале од финансијских и оперативних (банкарских) ризика који им прете. Њима су уведени и рачуноводствени стандарди. Ова правила први пут обухватају и материју тржишта капитала, стога је на овим правилима радила и Међународна организација комисија за ХОВ (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*).

⁴⁰Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung).

⁴¹Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute.

⁴²Präambel 1, 2 und 3, R 2010/73/EG.

⁴³Види: R 2010/73/EG.

⁴⁴Базел 3 правила су донета новембра 2010. године, а у току 2016. и 2017. године су додатно усавршена. Она су као претходна правила *BCBS* добровољна, односно саме државе бирају да ли ће их применити, или не, те су иста више у форми препоруке.

правила којим је додатно два пута подигла захтеве према банкама путем *CRD 2* и *CRD 3* правила⁴⁵, да би 2013. године имплементирала Базел 3 правила својом Директивом о условима за обављивање делатности кредитних института и о надзору над кредитним институтима и финансијским посредницима (*CRD 4*)⁴⁶.

Као последица настале кризе, Европски Парламент и Савет ЕУ доносе Директиву о ОТЦ дериватима, Централном телу за клиринг и салдирање и о трансакционом регистру⁴⁷. Ова директива је регулисала трговину са ОТЦ дериватима, увела је обавезу регистрације свих промета који се обаве са овим дериватима на простору ЕУ, а по свом обиму (вредности) потпадају под непосредну контролу ЕУ. Ова тржишта раније нису била под контролом.

Јавила се потреба и за унапређењем материје спречавања злоупотреба на тржишту капитала због неколико скандала⁴⁸, те Европски Парламент и Савет ЕУ доносе Уредбу о злоупотребама⁴⁹ и Директиву о кривичним санкцијама за злоупотребе на тржишту капитала.⁵⁰ Ове два прописа су позната под једним именом као *MAD 2* директиве (енг. *Market Abuse Directive 2*).

Дана 20.10.2011. године, Европска комисија је усвојила легислативни предлог за ревизију *MiFID* директиве, те су после две године дебате (15. маја 2014. године) Европски парламент и Савет ЕУ усвојили две нове директиве *MiFID 2* и *MiFIR*.⁵¹

⁴⁵*CRD 1* правила су 16.09.2009. године измењена путем Директиве Савет ЕУ и Европски парламент бр. 2009/111/ЕС. Ова правила заједно са Директивом 2009/27/ЕС и 2009/83/ЕС, чине *CRD 2* правила. Дана 24.11.2010. године, Европска комисија и Европски парламент усвајају Директиву 2010/76/EU којом мењају постојећа правила, те настају такозвана *CRD 3* правила.

⁴⁶Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen.

⁴⁷Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Ова директива се у пракси зове Европска инфраструктурна регулатива (*European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*).

⁴⁸Најпознатији је такозвани „*Libor skandal*“, када су банке манипулисале *Libor*-ом (*London Interbank Offered Rate*) будући да су дизале и спуштале стопе у циљу стицања профита или да би приказале да имају бољи рејтинг од реалног. Више: 1). Philip Ashton, Brett Christophers, „On arbitration, arbitrage and arbitrariness in financial markets and their governance: unpacking LIBOR and the LIBOR scandal, *Economy and Society*, Vol. 44, 2015, Issue 2, p. 188-217; 2). David Hou, David R. Skeie, LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform (March 1, 2014). FRB of New York Staff Report No. 667. Доступно на: <https://ssrn.com/abstract=2423387> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2423387>, сајт посећен 22.05.2018. године.

⁴⁹Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG. (Даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 596/2014.)

⁵⁰Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

⁵¹Види: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>, сајт посећен 22.05.2018. године. Примена оба прописа је почела у јануару 2018. године.

Директива о тржишту за финансијске инструменте (*MiFID 2*)⁵² донела је промене у материји регулације унутрашњег финансијског тржишта ЕУ, будући да је увела нове захтеве за финансијске посреднике, потребу прибављања дозвола за регулисана тржишта, појачане прописе у вези са извештавањем, нова правила за пријем финансијских инструмената на тржиште.⁵³ Уредба о тржишту за финансијске инструменте (*MiFIR*)⁵⁴ је у уској вези са *MiFID 2* директивом, те директно делујући у свим државама чланицама уводи обавезе везане за транспарентност извршених трансакција, пријављивање обављених трговања и у вези са тим спроведених трансакција.

Како би се побољшала информисаност инвеститора, крајем 2014. године Европски парламент и Савет ЕУ су усвојили Уредбу о базичним информационим обавезама код секјуритизованих малопродајних производа и производа на бази обезбеђења (енг. *PRIIP, packaged retail and insurance-based investment products*),⁵⁵ а све у циљу боље заштите и подизања поверења у тржиште. Европски Парламент и Савет ЕУ, 2017. године, доносе Уредбу о проспекту,⁵⁶ којом се ставља ван снаге Директива о проспекту из 2003 и њене накнадне измене, врши се унификација ове материје на нивоу ЕУ, уз промену постојеће регулативе и увођење нових врста проспекта.

Европска комисија је 03.03.2018. године презентовала акциони план везан за примену нових информационих технологија и апликација (енг. *FinTech Action Plan*), који би додатно требао да омогући већу ефикасност тржишта и интегрисаност, а њим су предвиђене 23 конкретне мере.⁵⁷

⁵²Richtlinie 2014/65/EU des europäischen parlaments und des rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU. (Даље у фуснотама: R 2014/65/EU.)

⁵³Види: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>, сајт посећен 22.05.2018. године.

⁵⁴Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012. (Даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 600/2014.)

⁵⁵Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).

⁵⁶Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG. (Даље у фуснотама: VO (EU) 2017/1129.)

⁵⁷Доступно на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0109>, сајт посећен 22.05.2018. године.

1.1.3 Извори права у СР Немачкој

Регулатива тржишта капитала у праву СРН није дефинисана у оквиру једног кодификованог закона, попут ЗТК, већ кроз неколико различитих законских прописа.

Грађанским закоником (нем. *Bürgerliches Gesetzbuch*)⁵⁸ регулишу се дужничке ХОВ, грађанско правна питања везана за емисиони посао, као и средства обезбеђења. Законом о трговини ХОВ (нем. *Wertpapierhandelsgesetz*),⁵⁹ наводе се правила везана за регулацију злоупотреба на тржишту капитала, пословање финансијских посредника, као и овлашћења регулаторног тела (нем. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, даље у тексту: *BaFin*). Закон о проспекту (нем. *Wertpapierprospektgesetz*)⁶⁰ регулише питања везана за подношење захтева за одобрење објављивања, изузетке од обавеза, али и одговорност по основу проспекта. Закон о депозиту (нем. *Depotgesetz*)⁶¹ дефинише депозит ХОВ и рад централног депозитара. Поред претходно описаних закона битан је и Закон о кредитирању (нем. *Kreditwesengesetz*),⁶² који регулише пословање банака, чији се поједини чланови такође примењују при емисионом послу, попут дефиниције ДСН-а (нем. *Zweckgesellschaft*). Закон о акционарским друштвима (нем. *Aktiengesetz*) одређује начин оснивања АД, повећање основног капитала, начин доношења одлука, а даје и дефиницију јавног акционарског друштва.⁶³

Изузетно је важан Закон о покривеним обвезницама (нем. *Pfandbriefgesetz*)⁶⁴ који регулише начин вођења регистра активе, степен препокривености емисије обезбеђењем, која актива може бити уведена у регистар, врсте покривених обвезница и њихову садржину.

⁵⁸Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 13 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: BGB.)

⁵⁹Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 1 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: WpHG.)

⁶⁰Wertpapierprospektgesetz (WpPG), vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 60 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: WpPG.)

⁶¹Depotgesetz (DepotG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514; 2017 I 559) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: DepotG.)

⁶²Kreditwesengesetz (KWG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: KWG.)

⁶³Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 15 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: AktG.)

⁶⁴Pfandbriefgesetz (PfandBG), vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: PfandBG.)

Берзански закон (нем. *Börsengesetz*)⁶⁵ регулише поступак уврштавања ХОВ на регулисана тржишта и МТП. Интересантно је навести да овај закон прати и један изузетно битан подзаконски акт, Уредба о уврштавању ХОВ у берзанско трговање (нем. *Börsenzulassungs-Verordnung*)⁶⁶ која регулише услове које ХОВ морају испунити за уврштавање на поједине сегменте берзанског тржишта. Специфично је да се ова регулатива доноси на нивоу савезне државе, што је боље решење, јер се услови унификују на државном нивоу, док је у нашем систему иста прописана аутономним правилима берзе, на која је сагласност дала КХОВ.

1.2 ПОЈАМ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Емисиони посао није законски дефинисан у нашем правном систему, а у домаћој правној литератури дефиниције су ретке. Такође, ни прописи на нивоу ЕУ, ни државе чланица, углавном не дефинишу појам емисионог посла. Дефиницију је тешко установити, јер се емисиони посао јавља у великом броју варијација, које отежавају постављање законске и теоријске дефиниције. Могуће је установити само изузетно опширну дефиницију, која није довољно прецизна. Можемо рећи да је емисиони посао издавање и пласирање серијских ХОВ на тржиште капитала, уз поштовање права и обавеза учесника емисионог посла. Овако опширна дефиниција у пракси нема своју примењивост.

Емисиони посао се, с обзиром на то да ли финансијски посредник учествује у поступку и каква је његова улога, може јавити у облику агенцијске емисије, покровитељства, комисионе емисије и сопствене емисије. За праксу је целисходније дефинисати појам сваког појединачног појавног облика емисионог посла док су свеопште дефиниције ствар теорије.

1.2.1 Теоријска дефиниција емисионог посла

У домаћој правној теорији дефиниције су ретке, а емисиони посао се најчешће дефинише као уговорни однос, који настаје између емитента и финансијског посредника, поводом издавања већег броја ефеката⁶⁷ од стране њиховог издаваоца

⁶⁵Börsengesetz (BörsG), vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: BörsG.)

⁶⁶Börsenzulassungs-Verordnung (BörsZulV), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2832), die zuletzt durch Artikel 8 Absatz 5 des Gesetzes vom 8. Juli 2019 (BGBl. I S. 1002) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: BörsZulV.)

⁶⁷Ефекти су појам који се користи као синоним за финансијске инструменте, односно ХОВ.

(емитента) и њихово пласирање на тржишту уз учешће финансијског посредника.⁶⁸ Оваква дефиниција није потпуна, јер не обухвата сопствену емисију која је изузетно честа, а нарочито у случају билансна секјуритизације која се интензивно употребљава.

Емисиони посао, у упоредно правној теорији, често се обрађује, али су теоријске и законске дефиниције ретке. Једна група аутора под емисионим послом сматра издавање ХОВ од стране емитента и њихово пласирање на тржишту капитала од стране емитента.⁶⁹ Оваква дефиниција се понекад ограничава појмовима попут „пласмана великог броја ефеката“, „пласмана великом броју стицаоца“, као и „првом емисијом“, што није тачно, будући да си и пласмани након иницијалне јавне понуде сматрају емисијом.⁷⁰ Поједини теоретичари заступају становиште да је емисиони посао јавно пласирање, односно увођење у јавни промет ХОВ од стране емитента,⁷¹ те се наглашава чињеница да је емисија јавна. Овакве дефиниције не указују на улогу и значај покровитеља у емисионом послу, што за последицу има да се не указује на поделу на агенцијску емисију, покровитељство и комисиону емисију, као једну од најзначајнијих. Будући да се у оквиру једне дефиниције не могу обухватити сви појавни облици емисионог посла, свеобухватна дефиниција најчешће се не обрађује, већ се дефинишу поједини појавни облици, што је за праксу значајније.

1.2.2 Законска дефиниција емисионог посла

Емисиони посао није дефинисан у ЗТК, као ни у праву ЕУ. Интересантно је да ЗТК не дефинише агенцијски посао, а ни покровитељство. Преостали облици емисије попут билансе и ванбилансе секјуритизације у нашем правном систему нису познати. У оквиру ЗТК, дефинишу се поједини појмови од значај за емисиони посао, попут појма покровитеља⁷² и агента емисије⁷³ и услови које они морају испунити ради добијања

⁶⁸Стеван Шогоров, *Банкарско право*, Београд, Ср. Каменица, 2009, стр. 168.

⁶⁹Siegfried Kümpel, *et. all, Bank- und Kapitalmarkt- Recht*, Köln, 2011, S. 1900; Paul H. Assies, Dirk Beule, Julia Heise, Hartmut Strube, *et. all, Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktsrecht*, Köln, 2015, S. 1419; Reinhard Marsch-Barner, Frank Schäfer, *et. all, Handbuch börsennotierte AG*, Köln, 2009. S. 373; Слично: Roland Erne, Norbert Bröckner, Jens Ekkenga, Marcel Kirchhartz, Frank von Look, *Bank- und Börsenrecht*, München, 2014, S. 510.

⁷⁰Hans Peter Schwintowski, *et. all, Bankrecht*, Köln, 2018, S. 1243 fn. 2.

⁷¹Markus Lenenbach, *Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht*, Köln, 2010, S. 803.

⁷²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 14. Покровитељ је дефинисан као инвестиционо друштво које врши услуге покровитељства, у вези са понудом и продајом финансијских инструмената уз обавезу откупа.

⁷³ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 15. Агент је дефинисан као инвестиционо друштво које врши услуге, у вези са понудом и продајом финансијских инструмената, без обавезе откупа.

дозволе за обављање делатности, попут одговарајућег капиталног цензуса,⁷⁴ кадровских организационих и техничких услова.⁷⁵

У упоредном позитивном праву, дефинишу се поједине врсте емисионог посла, док се свеопшта дефиниција емисионог посла не јавља, из претходно изнетих разлога. Једина свеобухватна дефиниција емисионог посла дата је у праву СР Аустрије, али не из аспекта права и обавеза учесника овог посла, већ с обзиром на врсту ХОВ која се емитује. У швајцарском праву не постоји дефиниција емисионог посла, као ни дефиниција појединих послова који се свраставају у емисиони посао.⁷⁶

Када причамо о праву СР Аустрије, у оквиру Закона о тржишту капитала,⁷⁷ не постоји дефиниција емисионог посла, већ се исти дефинише у оквиру Закона о банкарству. Под појмом емисионог посла (нем. *Wertpapieremissionsgeschäft*) подразумева се издавање покривених обвезница, комуналних дужничких папира, обезбеђених банкарских дужничких ХОВ, као и емисије где ризик покрића губитака емисије пада на финансијског посредника на основу посебних прописа (покровитељство).⁷⁸ Стога у праву СР Аустрије, под емисионим послом подразумева се агенцијски посао, покровитељство, ванбилансна секјуритизација и сопствена емисија.

У немачком праву не постоји дефиниција емисионог посла, али се дефинишу поједини типови, попут агенцијске емисије (нем. *Platzierungsgeschäft*), покровитељства (нем. *Emissionsgeschäft*) и билансне секјуритизације (нем. *Pfandbriefgeschäft*)⁷⁹, док не постоји дефиниција ванбилансне секјуритизације, али је регулисан појам ДСН-а (нем. *Zweckgesellschaft*)⁸⁰.

⁷⁴ЗТК, чл. 149.

⁷⁵ЗТК, чл. 151.

⁷⁶Види: *Obligationsrecht des schweizerischen Zivilgesetzbuches (ZGB)*, vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Januar 2020), Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 28. Mai 1904. (даље у фуснотама: OR ZGB), Börsengesetz vom 24. März 1995 (Stand am 1. Januar 2016); Bucheffektengesetz vom 3. Oktober 2008 (Stand am 1. Januar 2010).

⁷⁷Види: *Österreichisches Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG)* StF: BGBl. Nr. 625/1991 (NR: GP XVIII RV 147 AB 271 S. 45. BR: AB 4133 S. 546).

⁷⁸Das österreichische Bundesgesetz über das Bankwesen (Bankwesengesetz – BWG) StF: BGBl. Nr. 532/1993 idF BGBl. Nr. 639/1993 (DFB) (NR: GP XVIII RV 1130 AB 1170 S. 127. BR: AB 4571 S. 573.) [CELEX - Nr.: 373L0183, 377L0780, 389L0646, 389L0299, 389L0647, 391L0031, 383L0350, 386L0635, 389L0117, 391L0308 (EWR/Anh. IX)][CELEX - Nr.: 387L0102 (EWR/Anh. XIX)]. (Даље у фуснотама: BWG), Art. 1, Abs. 1, Nr. 9.

⁷⁹PfandBG, Par. 1, Art. 1.

⁸⁰KWG, Par. 1, Abs 26. ДСН (нем. *Zweckgesellschaft*) се дефинише као привредно друштво чија се основна сврха састоји од тога да, путем емисије финансијских инструмената, или неки други начин сакупи

1.2.3 Појам агенцијске емисије

Најтачније је рећи да се под агенцијском емисијом подразумева пружање саветодавних, заступничких, комисионих и посредничких услуга у вези са пласирањем ХОВ на тржишту капитала, без обавезе откупа, или давања гаранција за успех емисије. Дакле, агенцијска емисија је вид емисионог посла, у оквиру којег финансијски посредник даје емитенту стручну подршку приликом емисије серијских ХОВ јавном, или приватном понудом, уз заступање, или евентуално посредовање финансијског посредника приликом продаје ХОВ и пласирање емитованих ХОВ на тржиште капитала. Можемо извести закључак да су битни елементи овог типа емисионог посла, обавеза финансијског посредника да саветује емитента, да га заступа у поступку емисије, да евентуално посредује у купопродаји ХОВ на тај начин што ће им пронаћи купце, као и да врши њихов пласман на одговарајући сегмент тржишта капитала. Финансијски посредник заступа емитента пред регулаторним телом и централним депозитаром, а по потреби и пред осталим лицима од значаја за емисиони посао, попут рејтинг агенција, што зависи од обима овлашћења која су пренета од стране емитента. Што се тиче комисионих услуга, исте се јављају у две ситуације. Прва је везана за комисиону продају ХОВ преко шалтера финансијског посредника, када се ХОВ пласирају на ОТЦ тржиште, а друга за *best effort* покровитељство, које је гранични случај између покровитељства и агенцијске емисије. Наиме, код овог типа покровитељства, не презума се одговорност за успех емисије, већ се покровитељ само обавезује да учини све што је у његовој моћи да пласман успе, односно исти се обавезује на облигацију средства, а не циља. Покровитељ уписује ХОВ, али не исплаћује купопродајну цену већ врши комисиону продају, без преузимања гаранција за успех. Поред тога што је овај тип покровитељства теоријски сличнији агенцијској емисији него покровитељству, у већини дела се исти обрађује у оквиру покровитељства ради лакше прегледности, али и чињенице да се као финансијски посредник јавља конзорцијум, а не једно лице.

У оквиру дефиниције, помиње се појам продаје ХОВ, а не упис, будући да овај појам користи ЗТК, као и право ЕУ. Теоријски гледано уписни уговор је везан за стицање акција, а купопродаја за све остале ХОВ. Уписни уговор као сложени правни посао у себи садржи јавноправни и приватноправни карактер, при чему се код приватно

средства, или имовинске погодности, како би од рефинансирајућег друштва, или рефинансирајућег посредника, прибавило потраживања из пословања рефинансирајућег друштва, или привредне ризике без преноса самог права.

правног карактера ради о купопродаји. Стога ће овај појам бити и коришћен у раду, када се помиње прелаз својине на ХОВ.

Битно је указати и на појам јавне и приватне понуде ХОВ. Приватна понуда је упућена ограниченом кругу лица, док се под јавном понудом ХОВ, сматра свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини, или упису ових ХОВ, као и понуда и продаја ХОВ преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента.⁸¹ Разлика између ова два појма је у кругу лица којима је понуда упућена, будући да се код јавне понуде не зна круг лица којима је понуда учињена, будући да се иста вршу путем рекламирања и јавног позива за упис, односно куповину и уплату ХОВ.

У праву СРН, за агенцијски посао користи се израз посао пласмана (нем. *Platzierungsgeschäft*), под којим се подразумева пласирање финансијских инструмената без покровитељства.⁸² Агенцијски посао, у праву СР Аустрије, дефинисан је Законом о банкарству (нем. *Loroemissionsgeschäft*), а под њим се подразумева учешће финансијског посредника у емисији неког трећег лица, уз пратеће услуге.⁸³ Код ових дефиниција, нагласак се ставља на пласман ХОВ, односно да се ХОВ укључују на одговарајући сегмент тржишта капитала уз учешће финансијског посредника. ХОВ нуђене приватном понудом, пласирају се преко ОТЦ тржишта, док се ХОВ нуђене јавном понудом могу пласирати на ОТЦ, МТП и регулисано тржиште.

1.2.4 Појам покровитељства

Под покровитељством подразумева се преузимање целокупне емисије, или давање гаранција везаних за преузимање у случају неуспеха емисије, од стране покровитеља.⁸⁴ У праву СРН, покровитељство се назива емисионим послом (нем. *Emissionsgeschäft*), а ово уже значење емисиони посао добија први пут 1998. године.⁸⁵

⁸¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37; VO (EU) 2017/1129, Art. 2, Abs. 1, Sublit. d.

⁸²WpHG, Par. 2, Abs. 8, Nr. 6; KWG, Par. 1, Abs 1a, Nr. 1c.

⁸³BWG, Art. 1, Abs. 1, Nr. 11.

⁸⁴WpHG, Par. 2, Abs. 8, Nr. 5; KWG, Par. 1, Abs. 1, Nr. 10.

⁸⁵Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung Bank- und Wertpapieraufsichtrechtlicher Vorschriften, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 71 vom 28/10/1997 (даље у фуснотама: GUEGR), Par. 3, Abs. a), UAbs 1, Nr. 10. Дана 01.10.1998. године ступио је на снагу GUEGR, којим је извршена 6. новела KWG, у оквиру које је појам емисионог посла у ужем смислу први пут регулисан. За више: Herbert Schimansky, Hermann-Josef Bunte, Hans-Jürgen Lwowski, *Bankrechts-Handbuch, Band 2*, München 2017, S. 1470.

Право ЕУ такође прихвата овакву класификацију, те се о емисионом послу говори као о покровитељству.

За покровитељство је карактеристично преузимање ризика пласмана од стране покровитеља, односно конзорцијума. То се може учинити на два начина и то путем преузимања целокупног ризика, што се везује за чврсто преузимање, или путем давања гаранција везаних за преузимање у случају неуспеха емисије, што се везује за *stand by* покровитељство. У оквиру покровитељства сврстава се и *best effort* покровитељство, мада је теоријски гледано оно ближе агенцијском послу, јер нема фактичког преузимања ризика. У случају чврстог преузимања покровитељ откупљује целокупну емисију, а накнадно врши препродају ХОВ на тржишту капитала. Код *stand by* покровитељства разликујемо покровитељство са опцијом и без опције. У случају постојања опције разликујемо две ситуације и то покровитељство уз *call* и *put* опцију.⁸⁶ Код *put* опције ради се о преузимању ризика, јер је право избора на емитенту који може тражити да покровитељ откупи ХОВ како би емисија успела, те се теоријски ради о покровитељству. Ако говоримо о *call* опцији, ситуација је компликованија. Овде покровитељ има право избора које користи уколико је емисија пребукирана, односно ако је иста продата у целини. Сврха исте је да покровитељ оствари додатну зараду, те не постоји преузимање ризика, јер је извесно да ће и додатна количина ХОВ бити продата. Овај тип покровитељства најчешће се у пракси комбинује са *best effort* покровитељством.

1.2.5 Појам комисионе емисије

Комисиону емисију можемо дефинисати као емисиони посао у оквиру којег ДСН врши емитовање ХОВ у своје име, али за рачун оригинатора, уз агенцијско учешће финансијског посредника. Једини тип комисионе емисије је ванбилансна секјуритизација, те су ова два појма синоними. Комисиона природа ове емисије произлази из тога што се оригинатор налази у позицији комитента, а ДСН у улози комисионара који преузима активу од оригинатора, те на основу ње врши емисију партиципативних обвезница у своје име, али за рачун емитента, који на овај начин врши рефинансирање својих дугорочних пласмана.

⁸⁶У случају *call* опције, право избора има покровитељ, док је код *put* опције право избора на страни емитента.

Законски се комисиона емисија не дефинише, већ се врши дефинисање ДСН-а. Једини изузетак је право СР Аустрије где се ванбилансна секјуритизација помиње у оквиру дефиниције емисионог посла, али и под појмом другог емисионог посла (нем. *sonstiges Wertpapieremissionsgeschäft*), где се подразумева издавање других чврсто укамаћених ХОВ ради покрића губитака из других банкарских послова (ванбилансна секјуритизација).⁸⁷ Под другим емисионим послом, подразумева се синтетичка секјуритизација код које се као актива користе финансијски инструменти проистекли из хеџинга, те се не емитују ХОВ, већ се закључују уговори. Овај тип емисионог посла се сврстава у емисију, под утицајем права САД-а, где се прихвата уговорна правна природа ХОВ, иако се не ради о емисији серијских ХОВ.

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, није могуће покровитељство, будући да се непродате ХОВ дају у компензацију оригинатору,⁸⁸ уместо новчане противвредности за уложу активу. Ово је неопходно како се не би пореметио унапред одређен начин партиципације у расподели прихода ДСН, на основу партиципативних обвезница. Специфичности се јављају и након емисије, а огледају се у сервисирању пословања ДСН-а и учешћу повереника⁸⁹ у контроли пословања ДСН-а.

1.2.6 Појам сопствене емисије

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. Разликујемо две ситуације и то када је сам финансијски посредник емитент (билансна секјуритизација), и када је емитент лице које нема ово својство. У другој ситуацији, могућности емитента зависе од начина регулације емисионог посла у конкретной држави. Да би сам емитент могао да изврши сопствену емисију, он мора бити у могућности да изврши упис ХОВ код централног депозитара, те да тражи уврштавање ХОВ на одговарајући сегмент тржишта. У неким правним

⁸⁷BWG, Art. 1, Abs. 1, Nr. 10.

⁸⁸Оригинатор је комитент у оквиру комисионог посла, у чијем се интересу врши ванбилансна секјуритизација и чији се пласмани рефинансирају путем секјуритизације. Ово лице је по правилу и оснивач ДСН-а, а најчешће врши и послове финансијског посредника у оквиру емисије, као и сервисера који врши управљање ДСН-ом након емисије и обавља све текуће послове.

⁸⁹Повереник је треће независно лице које треба да штити интересе власника партиципативних обвезница и да предупреди проблеме везане за недостатак колективне активности на заштити њихових интереса. Ово лице има фидуцијарну одговорност према власницима ХОВ.

системима емитент може сам извршити ове послове, а у другим то није могуће, пошто он најчешће може затражити упис ХОВ код централног депозитара, али не и укључити ХОВ на МТП, или регулисано тржиште. Посебна врста сопствене емисије, која је по обиму најмасовнија, је билансна секјуритизација. Сопствена емисија се по правилу не дефинише законски, али се билансна секјуритизација у неким системима дефинише.

Право СРН билансну секјуритизацију (нем. *Pfandbriefgeschäft*) дефинише као издавање покривених обвезница на основу: прибављених хипотека (нем. *Hypothekendarlehen*), прибављених потраживања према јавноправним субјектима (нем. *Kommunalschuldverschreibungen, Kommunalobligationen, Öffentliche Darlehen*), прибављених бродских хипотека (нем. *Schiffsdarlehen*) и прибављених залога на ваздухопловима (нем. *Flugzeugdarlehen*).⁹⁰ Дефинисање се врши с обзиром на тип ХОВ које се емитују, а не с обзиром на сам поступак. У праву СР Аустрије и Швајцарске Конфедерације не постоји дефиниција.⁹¹ Теоријски гледано, билансна секјуритизација дуговања је издавање покривених обвезница⁹² високог рејтинга, обезбеђених залогом на потраживањима из претходно формираног портфолиа банкарских потраживања (активе).⁹³ Основна карактеристика овог типа емисије је постојање обезбеђења емитованих ХОВ путем залоге на потраживањима, која се воде у оквиру посебног регистра код емитента, због чега власници ХОВ постају разлучни повериоци⁹⁴ у случају стечаја емитента.

1.3 ЗНАЧАЈ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Финансијско тржиште пружа две могућности за привредно друштво да прибави средства за свој рад. Један начин је класично кредитно задужење код банкарских организација, а друга могућност је путем тржишта капитала. На жалост, финансијско

⁹⁰PfandBG, Par. 1.

⁹¹ Види: Hypothekendarlehenbankgesetz – HypBG. Vom 13. Juli 1899. StF: dRGBI. S 375/1899 (GBIÖ Nr. 648/1938, даље у фуснотама: HypBG), Pfandbriefgesetz (PFG) vom 25. Juni 1930 (Stand am 1. Januar 2015) Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 Absatz 2 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 14. Dezember 1925. (Даље у фуснотама: PFG.)

⁹²Код билансног типа секјуритизације, издају се покривене обвезнице, док се код ванбилансне издају партиципативне обвезнице.

⁹³Никола Крстић, „Могућност вршења билансне секјуритизације дуговања у Републици Србији путем издавања покривених обвезница“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2017, стр. 544.

⁹⁴Разлучни повериоци имају заложно право, законско право задржавања, или право намирења на стварима и правима о којима се воде јавне књиге, или регистри и имају право на првенствено намирење из средстава остварених продајом имовине, односно наплатом потраживања на којима су стекли то право. Разлучни повериоци нису стечајни повериоци. Ако је износ њиховог потраживања већи од износа средстава остварених продајом имовине на којој су стекли разлучно право, право на намирење разлике остварују као хирограферни повериоци.

тржиште у РС је изузетно банкоцентрично, те не постоји пракса да се финансирање врши путем тржишта капитала, иако тај начин финансирања има предности у односу на класично кредитирање. Капитализација берзанског тржишта у РС је на дан 04.09.2018. године износила 4.360.661.393,00 €. ⁹⁵ Примера ради у СР Аустрији која је упоредива са РС по броју становника и површини, тржишна капитализација берзе у Бечу је 2015. године износила 104.467.858.367,00 €, ⁹⁶ дакле ради се о износу већем за више од сто милијарди евра.

Финансирање путем емисије ХОВ је много флексибилније од класичног кредита, будући да пружа могућност да се оно изврши као домаће (сопствено), или страно финансирање, ⁹⁷ те се по потреби може утицати на обе стране биланса емитента. Рачуноводствено се под домаћим финансирањем подразумева повећање основног капитала привредног друштва, што је могуће код АД путем емисије акција. У овом случају АД прибавља нови капитал који не мора да враћа уз камату. Негативна страна оваквог прикупљања капитала је могућност смањења управљачких права за досадашње власнике, будући да се власничка структура може изменити. Како би се привредно друштво сачувало од непријатељског преузимања на располагању стоје одређени механизми при емисији, попут права прече куповине, или *bookbuilding*-а којима се овај проблем може ублажити, или превенирати. Као посебан вид сопственог финансирања јавља се издавање вараната будући да емитент у овом случају остварује зараду њиховом продајом.

Насупрот томе за страно финансирање, карактеристична је поверилачка позиција инвеститора, дакле без учешћа у добитку или губитку привредног друштва, али уобичајено уз право да се након истека рока за повраћај главнице оствари право на

⁹⁵<https://www.belex.rs/trgovanje/kapitalizacija>, сајт посећен 04.09.2018. године.

⁹⁶<https://www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/jahresstatistiken/?fileId=30411&c15803%5Bfile%5D=vGS6fXrU%2Fco%3D>, стр. 2, сајт посећен 04.09.2018. године.

⁹⁷Под домаћим финансирањем, подразумева се прикупљање капитала који касније не треба враћати и отплаћивати. Овај вид финансирања, остварује се путем повећања основног капитала новим улозима, из средстава резерви, или из нераспоређене добити, када привредно друштво прави нову вредност. Продаја вараната, сматра се домаћим финансирањем, будући да се њиховом продајом ствара добит. Домаћим финансирањем, сматра се коришћење опције за замену замењивих акција у акције, јер долази до повећања основног капитала. Под страним финансирањем, подразумева се прикупљање капитала по основу задуживања, а под шта се убрја и емисија дужничких ХОВ. Проблематично је сврставање вечних, односно партиципативних обвезница, будући да емитенти оваквих ХОВ управо остварују своју сврху постојања путем емисије, а ХОВ носи право на учешће у добити те се не ради о отплати дуга. Стога се овај тип финансирања сврстава у домаће финансирање, а овај тип ХОВ се заједно са варантима сматра власничким, будући да у себи носе корпоративна права која произилазе из власништва над ХОВ, а њиховим прометовањем се врши домаће финансирање.

наплату камате.⁹⁸ Разлика између класичног кредитног финансирања и страног финансирања прибављеног на тржишту капитала је у томе што емитент приликом емисије дужничких ХОВ сам одређује услове финансирања. Наиме, банкарски кредити већином имају комфорни каматни рачун, док се приликом емисије може применити пропорционални, што у нашим условима редовно чини НБС и РС када врше пласмане својих дужничких ХОВ.⁹⁹ Такође, емитент сам одређује рок доспелости, висину камате, као и да ли ће извршити превремени откуп дужничких ХОВ и то за разлику од кредитног задужења без додатних пенала. Дужничке ХОВ могу бити издате без купонског табака, када целокупан износ камате и главнице доспева на наплату тек на крају целокупног периода задужења, што може бити корисно у одређеним случајевима када је потребан дужи грејс период да би се капитал оплодио. Финансирање путем емисије ХОВ је од изузетног значаја, пре свега за велика привредна друштва којима су потребна огромна средства за пословање, те би класично страно финансирање по основу кредитног задужења било проблематично, јер би се јавио проблем превелике изложености банке према једном клијенту, што је забрањено.¹⁰⁰ Наравно, на берзанском тржишту емитент не може у свим случајевима знати да ли ће прикупити довољно средстава, што у случају класичног кредита може знати. Прикупљање средстава је посебно проблематично на неразвијеним тржиштима која немају довољну дубину, или у кризним ситуацијама када се инвеститори повлаче.¹⁰¹

Емисиони посао има троструке ефекте, будући да омогућава прибављање додатних новчаних средстава од инвеститора, али истовремено у себи може садржати пренос ризика и пружање услуге.¹⁰² Прикупљање капитала је наравно основна функција и материјални извор права, због кога је и настао емисиони посао. Преостале две

⁹⁸Marius Renner, *Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital*, Göttingen, 2016, S. 86.

⁹⁹Види: ОУНСОТ, Прилог 1. За ХОВ РС види: УЕРХПТ, чл. 3.

¹⁰⁰Приликом свог пословања, банка мора своје пословање водити у границама дозвољених ризика. У нашем праву, ови ризици су регулисани у следећим прописима: Одлука о управљању ризицима банке, („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011-135, 94/2011-35, 119/2012-120, 123/2012-89, 23/2013-7 (др. одлука), 43/2013-137, 92/2013-23, 33/2015-115, 61/2015-24, 61/2016-98, 103/2016-245, 119/2017-40, 76/2018-63, 57/2019-226, 88/2019-72, 27/2020-92, 67/2020-30 (др. одлука)), Одлука о управљању ризиком ликвидности банке („Сл. гласник РС“, бр. 103/2016), Одлука о адекватности капитала банке („Сл. гласник РС“, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020 и 137/2020), Одлука о обавезној резерви банака код НБС („Сл. гласник РС“, бр. 3/2011, 31/2012, 57/2012, 78/2012, 87/2012, 107/2012, 62/2013, 125/2014, 135/2014, 4/2015, 78/2015 и 102/2015).

¹⁰¹Најпознатија од свих криза је свакако велика депресија, која је почела падом вредности ХОВ на Њујоршкој берзи, познатој под именом *Black Thursday*, који се десио у четвртак 24. октобра 1929. године. Интересантна је чињеница, да су инвеститори почели ХОВ да користе као тапете у становима, будући да су постале безвредне.

¹⁰²Stefan Grundmann, *Bankrecht-Handbuch*, München 2017, S. 1471.

функције су искључиво везане за страну емисију, будући да захтевају учешће финансијског посредника. Стога, код билансне секјуритизације нема пружања услуга и преноса ризика, пошто се ради о сопственој емисији.

Под пружањем услуга подразумева се вршење саветодавних, заступничких, комисионих и посредничких услуга у вези са пласирањем ХОВ на тржишту капитала. Услуге везане за тржиште капитала пружају финансијски посредници, који саветују емитента, заступају га пред КХОВ, ЦРХОВ или организатором тржишта. Посредничке услуге су везане за спајање понуде и тражње за ХОВ која се емитује, док се под комисионим услугама односно иступањем,¹⁰³ подразумева продаја ХОВ преко финансијског посредника, најчешће преко његових шалтера и *best effort* покровитељство. Овај тип покровитељства је граничан случај између агенцијске емисије и покровитељства. Код овог типа покровитељства нема преузимања ризика. Финансијски посредник се обавезује на облигацију циља, односно да учини све што је у његовој моћи да прода ХОВ, при чему не преузима ризик. Финансијски посредник уписује ХОВ, али их не исплаћује, већ чека да их даље препрода, након чега користи прибављена средства да исплати ХОВ емитенту. Дакле, врши комисиону продају ХОВ. У случају када је успех емисије упитан могуће је да финансијски посредник као врсту своје услуге пружи покровитељство. На овај начин се остварује и трећа функција емисионог посла, преузимање ризика.

Пренос ризика се може јавити у два случаја. Прво као пренос ризика успеха емисије, који се врши путем покровитељства и као пренос банкарских ризика и ризика наплативости, путем поступка ванбилансне секјуритизације.

Покровитељ може откупити целокупан, или део пласмана, али и пружити гаранције да ће у случају малог интересовања извршити откуп свих, или дела преосталих емитованих ХОВ. Дакле, емитент може свој пласман учинити сигурним, али су у овом случају и трошкови овакве емисије већи. Код емисије уз покриће се јављају две опције- потпуно покриће (нем. *Festübernahme*, енг. *Underwriting*) и давање гаранција у случају да емисија не успе делимично, или у целини, када банкарски конзорцијуми могу дати гаранцију за преузимање (енг. *Back up Line*, нем.

¹⁰³Треба направити разлику између комисионог иступања, које се јавља код агенцијске емисије и покровитељства, у односу на комисиону емисију. Разлика се своди на дистинкцију комисионог иступања и комисионог посла. Код комисионог иступања, види се коме роба припада, односно ко је емитент ХОВ у овом случају, док се код комисионог посла то не види, будући да је комитент у потпуности скривен и непознат.

Übernahmegarantie) или кредит (енг. *Standby Commitment*, нем. *Kreditusage*).¹⁰⁴ Под гаранцијом се подразумева обавеза финансијског посредника да преузме преостали део емисије како би иста успела у потпуности, док је пример кредитирања такозвана *reverse greenshoe* опција, која даје могућност финансијском посреднику да откупи вишак ХОВ и да их након одређеног времена прода назад емитенту.

Пренос банкарских ризика и ризика наплативости врши се у поступку банбилансне секјуритизације дуговања, током којег долази до рефинансирања дугорочних пласмана који нису одмах наплативи. Путем овог финансијског производа долази до убрзања промета новца и диже се кредитна способност банака, али и ликвидност привреде уопште.

Сегмент тржишта капитала који се односи на секјуритизацију дуговања је највећи, те је исти, на пример у СР Аустрији 1999. године, био на нивоу од 71,7 посто целокупног тржишта.¹⁰⁵ У кварталној ревији Међународне банке за поравнања из Базела, од јуна 2004. године, износ агрегатног обрта кредитних деривата¹⁰⁶ тргованих на регулисаним и МТП тржиштима за први квартал 2004. године се попео на 272 милијарде долара, док је вредност деривата тргованих на ОЦ тржишту крајем 2003. године износила 197 милијарди долара.¹⁰⁷

Разликујемо билансну и ванбилансну секјуритизацију. Билансна секјуритизација је карактеристична само за банке и друге кредитне институције, које на овај начин врше рефинансирање својих кредитних пласмана. Тада се издају ХОВ у износу вредности потраживања уписаних у регистар покрића која се рефинансирају, наравно уз одређени дисконт, а исте су обезбеђене установљавањем залоге на предметним потраживањима која су обезбеђена хипотекама, залогом на бродовима или ваздухопловима и сл. Могуће је да се врши рефинансирање јавних дугова, када се само ставља залога на потраживањима која се рефинансирају, јер се сматра да је мала шанса да дужник из јавно-правног сектора западне у доцњу са исплатом.

¹⁰⁴Herbert Schimansky, Hermann-Josef Bunte, Hans-Jürgen Lwowski, *Bankrechts-Handbuch, Band 2* München 2017, S. 1477.

¹⁰⁵Leopold Michael Martzi, *Das Recht der Pfandbriefe und Hypothekenbanken in Vergangenheit und Gegenwart – dissertation*, Wien, 2000, S. 167.

¹⁰⁶Под кредитним дериватима, подразумевају се ХОВ проистекле из поступка ванбилансне секјуритизације, а овај појам обухвата финансирану и нефинансирану ванбилансну секјуритизацију. За више погледај поднаслов: Подела с обзиром на стање у билансима оригинатора.

¹⁰⁷Wilhelm Pieter Campe Smith, *The Implication od Basel II on Securitisation Transactions of Banks – Disertation*, University of Johannesburg, Johannesburg, 2007, p. 18.

Код ванбилансне секјуритизације долази до продаје потраживања ДСН-у, који потом врши емисију партиципативних обвезница. У овом случају се такође врши рефинансирање потраживања, јер оригинатор¹⁰⁸ продаје потраживања ДСН-у, те на тај начин одмах добија новац. Будући да се потраживања више не воде у билансима оригинатора, овај начин рефинансирања је изузетно популаран код банака, будући да се ослобађају банкарских ризика. У овај финансијски производ је могуће „упаковати“ и продати сва дугорочна потраживања, од студентских до хипотекарних кредита, или продаје са одложеним плаћањем. Битно је да потраживања у активи¹⁰⁹ буду исте, или сличне рочности и квалитета. У неким правним системима попут Енглеске, могуће је продати будући уједначени приход једног привредног друштва који доспева у одређеном временском периоду, односно извршити секјуритизацију целог пословања.¹¹⁰

1.4 ПРЕДМЕТ ЕМИСИЈЕ

Предмет емисионог посла су серијске ХОВ тржишта капитала. Под овим појмом се подразумевају ХОВ које су подобне да буду у промету на тржишту капитала. Једину дефиницију ХОВ у нашем праву даје ЗОО, који наводи да је ХОВ писмена исправа којом се њен издавалац обавезује да испуни обавезу уписану на тој исправи, њеном законитом имаоцу.¹¹¹ Дефиниција указује на инкорпорисаност права из ХОВ у оквиру ХОВ, те да је у питању материјализована ХОВ. Не указује се на тип права које може бити инкорпорисано у истој, на њену строгу формалност, да се ради о једностраној изјави воље, те на негоцијабилност, тј. преносивост. Такође, не указује се да су ХОВ тржишта капитала искључиво серијске ХОВ које се најчешће јављају у дематеријализованом облику (нем. *Bucheffekten*, енг. *book entry*), али да је могућ и материјализовани облик.¹¹²

Пошто постоји богатство појавних облика ХОВ, није могуће дати једну свеобухватну дефиницију, нити је то неопходно за потребе праксе, стога се у законодавству то ретко чини. Поред ЗОО дефиницију пружа законодавство Швајцарске Конфедерације, где се наводи да је ХОВ свака исправа која се на друге може пренети,

¹⁰⁸Оригинатор је комитент у оквиру комисионог посла, будући да се цео поступак емисије врши како би он извршио рефинансирање својих пласмана. Најчешће се у улози оригинатора налази банка.

¹⁰⁹Под активом се подразумева портфолио потраживања, који служи за секјуритизацију.

¹¹⁰За више погледај поднаслов: Ванбилансна секјуритизација.

¹¹¹ЗОО, чл. 234.

¹¹²За више о предностима и манама, материјализованог и дематеријализованог облика ХОВ, погледај: Ulrich Segna, *Bucheffekten*, Tübingen, 2018, S. 601-609.

са којом је повезано право које без ње није важеће.¹¹³ Ни ова дефиниција није обухватила све карактеристике ХОВ. Стога у праву СР Аустрије и СРН дефиницију није могуће наћи.

У нашој правној теорији, чини се да постоји општа сагласност да је ХОВ писмена исправа (увођењем дематеријализованих ХОВ ова карактеристика је релативизирана), која у себи садржи одређено имовинско право, које је по правилу неодвојиво и неоствариво без ње.¹¹⁴ Овакав став осликава низак степен развитка тржишта капитала и теоријску запостављеност ХОВ тржишта капитала. Наиме, ове ХОВ по правилу нису писмене, а у себи садрже инкорпорисана имовинска права, корпоративна права, или право опције. У новије време, може се срести став да је ХОВ формална исправа (писана, или у облику дематеријализованог електронског записа), која садржи захтев законитог имаоца који проистиче из субјективног права имовинског карактера (имовински захтев стварног, облигационог, или корпоративног карактера), који настаје у тренутку издавања, који њен законити ималац може да оствари према емитенту, или у издаваоцу (нпр. у случају акција), односно према трећем лицу, који се преноси искључиво преносом ХОВ и који престаје његовим испуњењем, или престанком постојања ХОВ (изузев у случају амортизације).¹¹⁵

У упоредно правној теорији се може срести дефиниција да су ХОВ исправе у које је инкорпорисано једно приватно право, тако да је за спровођење права из ње неопходно поседовање саме исправе.¹¹⁶ Оваква дефиниција више одговара дематеријализованом појавном облику ХОВ тржишта капитала.

Правилнији је став да се законски врши појмовно одређење поједних врста ХОВ, а не збирно дефинисање свих ХОВ, будући да је тешко дати тачну дефиницију, а не постоји ни практична релевантност исте. ХОВ тржишта капитала такође је тешко збирно дефинисати, јер би најтачнија уједно и најкраћа дефиниција гласила да су то серијске ХОВ, подобне да буду емитоване на тржишту капитала. Карактеристика којом се одвајају од осталих ХОВ је да су серијске, те да се јављају у два појавна облика и то материјализованом¹¹⁷ и дематеријализованом. Све ХОВ које се издају у оквиру једне серије морају носити истоветна инкорпорисана права, а у неким правним системима се

¹¹³OR ZGB, Art. 965.

¹¹⁴Мирко Васиљевић, *Трговинско право*, Београд, 2012, стр. 443.

¹¹⁵Владимир Марјански, Сандра Фишер Шобот, *Право хартија од вредности*, Нови Сад, 2016, стр. 3.

¹¹⁶H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1141.

¹¹⁷У нашем правном систему није могуће издавање материјализованих ХОВ тржишта капитала.

може десити да постоји иста серија ХОВ у дематеријализованом и материјализованом облику.¹¹⁸ Чињеница је да код робних и платних ХОВ тренутно није уведена дематеријализована форма нити у једној земљи, те је ова форма карактеристична само за ХОВ тржишта капитала.

1.4.1 Основна обележја ХОВ тржишта капитала

ХОВ тржишта капитала имају неколико заједничких обележја- увек су серијске, строго формалне исправе, које настају путем једностране изјаве воље емитента, у себи садрже инкорпорисано имовинско право, корпоративно право или право опције, чије испуњење власник може тражити и негоцијабилне су. У вези са начелима инкорпорисаности и негоцијабилности, треба правити разлику на право из ХОВ и право на ХОВ, а право на ХОВ се у међусобној зависности преноси заједно са правом из ХОВ.¹¹⁹ Право на ХОВ подразумева да се сама ХОВ као свака друга покретна ствар, односно исправа, било писмена или електронска, може преносити на друга лица, а са овим преносом долази и до преноса права из ХОВ. Свака серијска ХОВ једне серије мора носити истоветна инкорпорисана права, а њихова емисија се врши истовремено, док акције једне класе, могу бити издате у више серија, али све морају носити идентична права.

ХОВ тржишта капитала, могу се издавати као ХОВ на име, или на доносиоца, што је случај и у нашем раније законодавству,¹²⁰ као и у упоредном праву,¹²¹ док ХОВ по наредби не постоје. Стриктна одредба у ЗТК о томе да ли се у смислу овог закона ради о ХОВ на доносиоца, или име не постоји, а у ЗПД се једино наводи да акције морају да гласе на име.¹²² Битно је истаћи да у нашем систему нема разлике у односу на дематеријализоване дужничке ХОВ на доносиоца из упоредног права.

¹¹⁸У праву СРН, могуће је захтевати да се ХОВ издате у дематеријализованом облику претворе у материјализоване ХОВ. Ово је последица тога, да је у већини правних система дозвољено да се са ХОВ листираним на берзи тргује и ван берзе, због чега је могуће издати и материјализовани облик ХОВ, која је листирана на берзи.

¹¹⁹Ивица Јанковец, *Привредно право*, Београд 1999, стр. 641.

¹²⁰ЗХОВ, чл. 6.

¹²¹Материјализоване акције на доносиоца су у новије време постале реткост, због опасности од губитка акција, те због проблема везаних за идентификовање власника, што изазива проблем друштвима приликом реализације дивиденди и гласачких права. Још један разлог је, да се жели спречити анонимност из разлога спречавања финансирања тероризма, али вероватно и због спречавања одливања модерних технологија у нежељене земље. Тако је СРН (AktG, Par. 10.) практично укинула материјализоване акције на доносиоце, на тај начин што је предвидела да се оне морају депоновати код правних лица регистрованих за послове депоновања, те се добија слична ситуација са дематеријализованим ХОВ на доносиоца.

¹²²ЗПД, чл. 248, ст.1.

Ако разматрамо дематеријализоване акције у СРН, постоји разлика између акција на име и на доносиоца и то у погледу тога да АД код акција на доносиоца не може сазнати имена власника, будући да се не води књига акционара,¹²³ те се позиви на скупштину друштва упућују преко централног депозитара, док у случају акција на име то може. Код материјализованих акција на име, води се књига акционара од стране самог друштва,¹²⁴ а не централног депозитара, стога могућа је ситуација да се акционар који је продао акције испише из књиге акционара, а да се нови акционар не упише, те се у књизи може јавити место са ознаком слободно за упис (нем. *freien Meldebestand*). Наравно, акционар не може остваривати своја права без уписа у књигу акционара, која се врши на његов захтев.¹²⁵ Код нас не постоји књига акционара, те друштво, будући да нема непосредан и тренутан приступ листи акционара, исту мора тражити од ЦРХОВ, да би друштво само послало позиве за скупштину, али као и у праву СРН, оно може тражити од ЦРХОВ да он то уради за рачун друштва.¹²⁶

Што се тиче дужничких ХОВ не постоји пропис у ЗТК који регулише да ли се ради о ХОВ на име, или на доносиоца.¹²⁷ Ипак, подзаконски акти дају одговор на ово питање. Емитент после уписа не зна ко су власници ХОВ, као ни његов финансијски посредник, будући да исти нема непосредан приступ подацима ако купци нису његови клијенти. Емитент и финансијски посредник морају доказати правни интерес за прибављање података.¹²⁸ Једини оправдани интерес је прибављање списка власника ради исплате о доспелости. Међутим, исплата о доспелости се као и у упоредном праву код дужничких ХОВ на доносиоца врши путем ЦРХОВ,¹²⁹ те не постоји правни интерес за прибављање информација. Следствено, можемо закључити да се ради о ХОВ на доносиоца. У швајцарском праву тржишта капитала, исто као и код нас, не предвиђа се да ли дематеријализоване ХОВ (нем. *Bucheffekten*) гласе на име или по наредби,¹³⁰ али

¹²³У праву СРН, обавеза вођења књиге акционара, код дематеријализованих акција на доносиоца, не постоји (види: AktG, Par. 67.). Међутим, како се ради о дематеријализованој форми ХОВ, имена власника су увек позната централном депозитару, али не и самом друштву, те достављање позива иде преко централног депозитара.

¹²⁴Вођење књиге акционара може бити и поверено специјализованим организацијама.

¹²⁵Jürgen Frodermann, Dirk Jannott, *et. all*, *Handbuch des Aktiensrecht*, Heidelberg, 2017, S. 59.

¹²⁶Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 116.

¹²⁷Код ХОВ у дематеријализованом облику, подела на ХОВ на име и на доносиоца, губи практични значај, због електронског начина трговања, код којег се трговање врши упаривањем налога понуде и потражње и преносом на одговарајући власнички рачун. Међутим, теоријски је правилније рећи да дематеријализоване дужничке ХОВ гласе на доносиоца, будући да је у садашњим околностима, за стицање власништва над њима, од значаја њихова државина у оквиру власничког рачуна, што је карактеристика ХОВ на доносиоца.

¹²⁸Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 45.

¹²⁹Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 118.

¹³⁰Види: Bucheffektengesetz (BEG) vom 3. Oktober 2008 (Stand am 1. Januar 2016).

грађански законик предвиђа постојање ХОВ на име¹³¹ и ХОВ на доносиоца¹³² као ХОВ тржишта капитала. У упоредном праву уобичајено је да се дужничке ХОВ издају као ХОВ на доносиоца. У праву СРН је законско правило, које није императивно да се све дужничке ХОВ, без обзира на појавни облик, издају као ХОВ на доносиоца,¹³³ док је издавање ХОВ на име само изузетак.

1.4.2 Формалност

Строга формалност ХОВ се огледа у обавезној форми исправе и обавезној садржини. Форма може бити материјализована, или дематеријализована, а разлика је у томе што се у случају материјализованих ХОВ ради о писменим исправама, док се код дематеријализованих ради о електронском упису у одговарајући регистар. Наше законодавство не предвиђа постојање материјализованих ХОВ тржишта капитала, за разлику од земаља развијеног тржишта где ова могућност није укинута. Наравно, материјализоване ХОВ имају све мањи значај за трговину, те се селе у област нумизматике, будући да се издају лепо украшене ХОВ (нем. *Schmuckwertpapieren*, *Schmuckurkunden*) у случају јубилеја и важних датума.¹³⁴ Овим типом ХОВ тргује се на ОТЦ тржишту.

Законско одређење битних састојака ХОВ представља њихову значајну специфичност у односу на друге послове привредног промета, јер закон обично прописује да један привредно-правни посао мора имати писмену форму (нпр. уговор о грађењу), али никада се не регулише садржина у потпуности.¹³⁵ Будући да је на тржишту капитал у РС могуће трговати само дематеријализованим ХОВ, у погледу садржине примењиваће се правила из ЗТК.

Закон прописује да све ХОВ тржишта капитала морају имати у регистру ЦРХОВ уписану ознаку врсте финансијског инструмента (*CFI* код), идентификационе податке о

¹³¹OR ZGB, Art. 974.

¹³²OR ZGB, Art. 978.

¹³³BGB, Par. 793. Постоји могућност да се изда и ХОВ на име, будући да закон то не забрањује, те исти чак омогућава да емитент ХОВ на доносиоца претвори у ХОВ на име, али он то није у обавези да учини (види: BGB, Par. 806.).

¹³⁴На пример, *Lufthansa AG*, је 2005. године издала украсне обвезнице (нем. *Schmuckanleihen*) у вредности од 50 милиона € и са номиналном вредношћу од 100 и 500 € и са роком доспелости од пет година. У СРН постоји значајно тржиште оваквих обвезница издатих фудбалским фановима, а у циљу финансирања фудбалских клубова. Овакве обвезнице, је између осталих издао ФК Келн (За више: <https://www.fc-koeln.de/de/fc-info/club/dokumente/anleihe-20162024/die-urkunden/>, сајт посећен 21.07.2017. године) и ФК Херта (За више: http://www.hertha-anleihe.de/index.php?option=com_content&view=article&id=7&Itemid=8, сајт посећен 21.07.2017. године).

¹³⁵И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 640.

издаваоцу, укупан број издатих ХОВ и њихову ознаку (ISIN број), датум уписа финансијског инструмента у ЦРХОВ.¹³⁶ Акције поред ових елемената морају имати и ознаку класе, номинални износ на који гласи, или назнаку да се ради о акцијама без номинале, податак о праву гласа, садржај посебних права, уколико акција даје посебна права.¹³⁷ Дужничке ХОВ морају имати и номинални износ на који гласе, износ главнице, податке о каматној стопи и податке о начину и роковима обрачуна камате, да ли власник има право на исплату камате, податке о доспећу обавеза издаваоца из ХОВ, да ли издавалац има право превременог откупа и податке о откупној вредности или начину утврђивања исте, податке о дану за који се везује право на исплату главнице или камате.¹³⁸ Када се ради о хибридном обвезницама и варантима, они морају имати унете и податке о праву које се стиче заменом, однос у коме је могуће извршити замену, начин остварења права на замену, рок за остварење права на замену, ако је право везано уз рок, као и друге услове за остварење права на замену.¹³⁹

Као још један одраз строге формалности, закон искључиво прописује начин на који се може трговати ХОВ, које се друге правне радње и на који начин могу обављати. Прописима се дефинише, на пример, начин преноса ХОВ са једног власничког рачуна на други власнички рачун у ЦРХОВ, или изглед индосамента приликом преноса материјализованих ХОВ, поступак залагања ХОВ код оба појавна облика ХОВ, или давања пуномоћи код материјализованих ХОВ.

1.4.3 Инкорпорисаност права

На основу начела инкорпорације, ХОВ садрже инкорпорисано отелотворено право које се не може остварити и преносити без саме ХОВ.¹⁴⁰ Начело инкорпорације заједничко је за све ХОВ, те ово начело представља право из ХОВ, за разлику од права на ХОВ. Код материјализованих ХОВ на доносиоца, ово право посебно је изражено, јер се право из ХОВ изводи из државине на ХОВ, те ће се законити власник легитимисати само на основу државине. Уколико би он изгубио ХОВ, трајно ће изгубити право из ХОВ, будући да је презентација ове ХОВ емитенту једини начин да се докаже легитимисаност законитог имаоца. Наравно, инкорпорисаност права у ХОВ постоји и код преостала два типа ХОВ, међутим није толико изражено. У погледу

¹³⁶ЗТК, чл. 8, ст. 1.

¹³⁷ЗТК, чл. 8, ст. 2.

¹³⁸ЗТК, чл. 8, ст. 3.

¹³⁹ЗТК, чл. 8, ст. 4.

¹⁴⁰Борислав Благојевић, Врлета Круљ, *et. all.*, *Коментар закона о облигационим односима – књига прва*, Београд, 1983, стр. 871.

материјализованих ХОВ на име и по наредби, постоји могућност да се изгубљене, украдене, или уништене ХОВ у ванпарничном поступку амортизују, а решење о амортизацији замењује ХОВ на коју се односи, тако да право из ХОВ ипак није изгубљено.¹⁴¹ Амортизација дематеријализованих ХОВ је више теоријска могућност, због вођења одговарајућих регистара, али могуће је теоријски замислити и овакву ситуацију у случају разарања електронских регистара и свих његових копија.

Начело инкорпорације има свој утицај и на негоцијабилност ХОВ, будући да се материјализована ХОВ на доносиоца, као ХОВ са највећим степеном инкорпорације, најлакше прометује. Што се тиче предмета инкорпорације, он се може јавити као дужничко поверилачки однос (облигационо правни захтев), корпоративно право (право на учешће у управљању привредним друштвом и право на учешће у добити), али и као право опције. ХОВ тржишта капитала, у себи не могу имати инкорпорисано стварно право, за разлику од рецимо складишнице, коносмана, или преносивог таварног листа. Облигационо правни захтев јавља се код дужничких ХОВ, а код хибридних обвезница он је комбинован са корпоративним правом и правом на опцију. У случају вараната инкорпорисано је право опције на куповину ХОВ на коју варант гласи.

У нашој теорији се с обзиром на тип инкорпорисаног права у ХОВ прави подела на корпоративне и дужничке ХОВ, која није потпуна, будући да се у ову поделу не могу сврстати варанти, јер исти дају право опције, а не корпоративна права. Стога се у праву СРН као основа за ову поделу узима утицај на билансе привредног друштва и инкорпорисана корпоративна права. У власничке ХОВ према овој подели спадају акције и варанти, будући да се новац добијен њиховом продајом води у оквиру сопствених средстава и то као основни капитал у случају акција и приход из пословања у случају вараната. За власничке ХОВ је карактеристично постојање права пречег стицања ХОВ нове емисије, осим код вечних и партиципативних обвезница, где ово право не постоји. Дужничке ХОВ се у билансима воде као позајмљени капитал. Наравно, поједине карактеристике власничких и дужничких ХОВ могу бити интегрисане у оквиру једне ХОВ, а доказ за то су хибридне ХОВ, код којих постоји право опције за стицање корпоративних права. Неке ХОВ, које би се могле сматрати дужничким, попут вечних и партиципативних обвезница, сврставају се у власничке ХОВ, будући да пружају право на учешће у добити, а приход добијен њиховом емисијом се води као домаће финансирање.

¹⁴¹И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 641.

ЗТК користи појам власничких ХОВ, који преузима из права ЕУ, поред тога што теорија огромном већином говори о корпоративним ХОВ, а не власничким. Закон наводи: „Власничке ХОВ су акције и друге преносиве ХОВ истоветне акцијама друштава које представљају учешће у капиталу, као и друге врсте преносивих ХОВ из којих произлазе права стицања поменутих ХОВ као последица њихове конверзије, или уживања права које оне носе, под условом да друго споменуте ХОВ издаје издавалац основних акција, или лице које припада групи тог издаваоца.“¹⁴²

1.4.4 Негоцијабилност

Негоцијабилност, или преносивост, стоји у блиској вези са инкорпорисаности права у ХОВ. Уколико једна исправа даје неко право њеном имаоцу, али изостане преносивост, неће се радити о ХОВ, већ легитимационој исправи. Управо због ове карактеристике, полиса осигурања није ХОВ. Оваква исправа само легитимише имаоца права, али то право не извире из саме исправе, него из неког другог правног посла, те се ради о легитимационој исправи. Дакле, негоцијабилност је неодвојиво везана за инкорпорисаност права у ХОВ као једностраној изјави воље. За пренос ХОВ, од значаја је указати на разлику између права на ХОВ и права из ХОВ. Када се каже право на ХОВ, мисли се на стварноправни однос који настаје на самој хартији као исправи, као на сваком другом предмету, на пример кући или аутомобилу.¹⁴³

Поставља се питање, због чега законодавац непотребно ограничава и скоро укида негоцијабилност у случају благајничких записа, штедних обвезница и штедних записа. Код регулације благајничког записа, постоји одредба која наведи да само комерцијалне банке могу бити власници благајничких записа и то како у примарном тако и у секундарном промету.¹⁴⁴ Штедне обвезнице се дефинишу као дугорочне ХОВ са роком доспећа једнаким, или већим од две године са купоном, које могу куповати само домаћа пунолетна физичка лица.¹⁴⁵ Такође, предвиђа се да се штедним обвезницама не може трговати на секундарном тржишту,¹⁴⁶ те се у потпуности ограничава негоцијабилност, а самим тим треба поставити питање да ли се у овом случају уопште ради о ХОВ. Негоцијабилност штедних записа је ограничена будући да

¹⁴²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 35.

¹⁴³Азиз Султановић, *Хартије од вредности*, Сарајево, 1973, стр. 5.

¹⁴⁴ОУПКХОВ, чл. 7.

¹⁴⁵УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 5а.

¹⁴⁶УЕРХПТ, чл. 40ж.

исте могу куповати само домаћи држављани.¹⁴⁷ У упоредном праву негоцијабилност се делимично ограничава код винкулисаних акција, али је степен ограничености много мањи.¹⁴⁸

Ограничена негоцијабилност постоји код свих ХОВ уврштених на регулисаном и МТП тржишту, будући да се оне не могу продавати ван ових тржишта.¹⁴⁹ Правна логика налаже да уколико може више, може и мање, односно, уколико ове ХОВ испуњавају услове за јачи сегмент тржишта, исте не могу бити продаване на слабијем сегменту тржишта, поготово што овакво ограничење није познато у земљама развијеног тржишта капитала. У упоредном праву су ХОВ уврштене на регулисаном, или МТП тржишту предмет трговања на различитим ОТЦ платформама за трговање (енг. *darkpool*).¹⁵⁰ Наш правни систем није доследан, јер предвиђа да се путем регулисаног односно МТП тржишта не морају продавати акције у власништву појединих јавноправних инвеститора,¹⁵¹ што свакако није уставно.¹⁵² Такође, за крупне инвеститоре у оквиру Београдске берзе отвара се могућност непосредног уговарања продаје кроз блок трговање, а које је због великог имовинског цензуса недостижно за мале инвеститоре.¹⁵³ Уколико на све претходно речено додамо да сви субјекти могу слободно ван организованог тржишта безтеретно располагати ХОВ¹⁵⁴ и симуловати купопродају, конфузија постаје тотална.

Што се тиче самог начина преноса ХОВ, морамо направити дистинкцију између материјализованих и дематеријализованих ХОВ. Материјализоване ХОВ се у зависности од њихове врсте преносе простом предајом (лат. *traditio*) и индосаментом, а изузетно ретко цесијом. ХОВ на доносиоца се преносе путем прости предаје као *modus*

¹⁴⁷Одлука о условима и начину издавања штедних записа Народне банке Србије („Сл. Гласник РС“, бр. 113 од 20. 12. 2005., даље у фуснотама и тексту: ОИШЗ), чл. 7.

¹⁴⁸Винкулисане акције гласе на име, а њихово прометовање условљено је сагласношћу емитента. Сагласност дају извршни органи друштва, уколико нешто друго није предвиђено статутом, а иста може бити ускраћена само из важног разлога. Дакле, ради се о посебној врсти акције на име, код којих је негоцијабилност ограничена законом, или статутом емитента.

¹⁴⁹Ван берзанских састанака могуће је извршити блок трговање, као унапред договорено прометовање ван тржишта, али цена која се оствари овом методом, мора бити у оквиру зоне флукуације цене на берзанском састанку.

¹⁵⁰За више погледај поднаслов: ОТЦ тржиште.

¹⁵¹Ови инвеститори су: РС, Агенција за осигурање депозита, Акционарски фонда, Агенција за приватизацију, Републички фонда за пензијско и инвалидско осигурање, Републички фонд за развој. За више: 68-70, Правила пословања Централног регистра ХОВ.

¹⁵²Предметним ограничењима се ремети негоцијабилност ХОВ као њихове основне карактеристике, али је истовремено уведено и очигледно неуставно решење, јер је повређена уставом гарантована једнакост, јер се само неким субјектима ускраћује могућност да тргују ван тржишта.

¹⁵³Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 2.

¹⁵⁴Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 51.

acquirendi,¹⁵⁵ док основ за пренос може бити, како теретан, тако и бестеретан. Код ХОВ на име, постоји везаност права из ХОВ за власника ХОВ који је на истој уписан. За прометовање, потребно је поред права на ХОВ пренети и право из ХОВ (потраживање) а то се чини путем цесије,¹⁵⁶ као *modus acquirend*, који се уписује на материјализовану ХОВ, уз теретни, или бестеретни посао као *iustus titulus*,¹⁵⁷ који се не види на самој исправи.¹⁵⁸ Како би се олакшао промет, законски се дефинише да код овог типа материјализованих ХОВ тржишта капитала, *modus acquirendi* може бити и индосамент.¹⁵⁹ У Немачкој правној теорији, заузима се став да су ХОВ на име рођене ХОВ по наредби (нем. *geborenes Orderpapier*), будући да није неопходно на самој ХОВ означити да се преносе по наредби,¹⁶⁰ те се акције на име не убрајају у ректа¹⁶¹ папире. У овом правном систему, као ХОВ на име, издају се једино акције и то не увек, док преостале ХОВ гласе на доносиоца. Пренос ХОВ по наредби се врши по основу правила о преносу права својине на покретним стварима (нем. *Einigung und Übergabe*,

¹⁵⁵На овај начин се поред ХОВ на доносиоца, преносе и ХОВ по наредби са бланко индосаментом и индосаментом на доносиоца, а што је било од великог значаја пре увођења електронског трговања.

¹⁵⁶Цесија је уговор којим поверилац на треће лице преноси своје потраживање, изузев потраживања чији је пренос забрањен законом, или је оно везано за личност повериоца, или се по својој природи противи преносу на другог (ЗОО, чл. 436, ст. 1.). Цесија је *modus acquirend* за сва потраживања, а не само за ХОВ.

¹⁵⁷Уколико би се при преносу ХОВ примењивала само правила цесије, онда емитент не би имао правни основ за пријем новца, те би се неосновано обогатио, а исто важи и у случају бестеретног преноса ХОВ. Дакле, цесију као збир уговорних правила за пренос потраживања, увек прати још један правни однос.

¹⁵⁸Битно је испунити још један услов и то како код цесије тако и код индосамента. Наиме, потребно је предати и саму ХОВ, будући да је то услов за стицање права својине на покретној ствари. (За више: А. Султановић, *нав. дело*, стр. 9.) Неопходност предаје ХОВ је последица тога да је у нашем правном систему приликом преноса права својине, прихваћен конститутивни принцип из германског правног подручја, а не транслативни пренос својине из француског правног подручја. Управо из овог разлога, за пренос права из ХОВ, поред уговора о преносу права на ХОВ, потребна је и њена предаја. Конститутивни принцип преноса својине, у праву СРН се назива *Trennungsprinzip*, и подразумева да за пренос права својине мора постојати *iustus titulus*, тј. правни основ преноса (нем. *Verpflichtungsgeschäft*), што би био нпр. уговор о купопродаји, као и *modus acquirendi*, тј. одговарајући начин стицања права (нем. *Verfügungsgeschäft*), односно предаја покретних ствари, или упис непокретних ствари у одговарајући регистар.

¹⁵⁹Овакво правило постоји и даље у упоредном праву (Види: AktG, Par. 68.), а раније је постојало и код нас (Види: ЗХОВ, чл. 65, ст. 1, тач. 1.). Индосамент не мора увек гласити на име индосатара, већ он може бити бланко и на доносиоца. Бланко индосамент је имао огроман значај до 1996. године, када информационе технологије почињу да се уводе на тржишта капитала, те он губи значај. До тада је трговина ХОВ на име ишла на тај начин да, продавац у депозит код посредника ставља ХОВ, која је бланко индосирана, те се у току клиринга и салдирања, таква ХОВ поштом шаље другом посреднику преко кога је ХОВ купљена. Да би купац остварио корпоративна права из ХОВ, он је морао да попуни индосамент и да се упише у књизи акционара као власник исте. Да се не би потписивао огроман број индосамента, уведене су исправе које су у себи интегрисале већи број ХОВ (нем. *Globalurkunde, Sammelurkunde*).

¹⁶⁰Mathias Habersak, *et. all, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, München, 2017, S. 1135; Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss *et. all, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, München, 2016, S. 314.

¹⁶¹Ректа папире (ХОВ на име), су своје име добиле од латинске речи *Rectus*, што у нашем преводу значи директно, непосредно, будући да се право из ХОВ везује непосредно за лице, које је означено као власник права на самој ХОВ.

Art. 929 BGB) уз попуњавање индосамента.¹⁶² Правни основ за овакав пренос је теретни или бестеретни посао, а индосамент се јавља као *modus acquirendi*, да би се стекло власништво на ХОВ. Код дематеријализованих ХОВ на доносиоца и на име, прометовање се врши упаривањем налога куповине и продаје, те се склапа купопродајни уговор, а *modus acquirendi* је упис у регистар код централног депозитара. Дакле, не постоје претходно поменуте разлике везане за тип ХОВ,¹⁶³ будући да се у електронским регистрима оба типа ХОВ просто депонују на власнички рачун њеног имаоца, као упис количине, те сама ХОВ практично нема уписану садржину.

1.5 ВРСТЕ ХОВ КОЈЕ СЕ МОГУ ЕМИТОВАТИ У ОКВИРУ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

1.5.1 Акције

Акција је ХОВ на име или на доносиоца, коју АД емитује, са исказаном номиналном вредношћу, или без исказане номиналне вредности која имаоцу пружа корпоративна права везана за управљање друштвом, као и право на дивиденду, ликвидациони остатак и остатак стечајне масе. АД имају основни капитал¹⁶⁴ подељен на акције, које пружају акционарима могућност да сразмерно броју акција које поседују учествују у управљању и расподели добити друштва, при чему је имовина акционара и друштва одвојена, те акционар одговара за обавезе друштва само имовином уложеном у друштво.¹⁶⁵

Јавна АД емитују акције у поступку јавне и приватне понуде ХОВ, а исте могу бити уврштене на регулисано и МТП тржиште, док нејавна АД акције емитују у поступку приватне понуде и њима се тргује на ОТЦ тржишту.¹⁶⁶ Упис акција се врши

¹⁶²Winfried Harter, Jörg Franke, Jürgen Hogrefe, Rolf Seger, *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, Stuttgart, 1990, S. 26.

¹⁶³Поред претходно описаних начина преноса, постоје и они који нису везани за тржиште капитала, те настају као последица других грађанско правних односа, попут наслеђивања, правноснажних и извршних судских одлука и поравнања, уговора о доживотном издржавању, расподели имовине за живота, или уговора о позајмници ХОВ, или статусне промене. Уколико се ради о материјализованим ХОВ, тада њихов даљи пренос није могућ, јер не постоји низ индосамената, или цесија, док се у случају, дематеријализованих ХОВ може вршити даљи пренос. Управо због ове последице, можемо рећи да су наше дематеријализоване ХОВ, ближе ХОВ на доносиоца, него на име.

¹⁶⁴Основни капитал је кључ за расподелу власништва у друштвима капитала. Он је код акционарских друштава подељен на акције, где свака акција има одређени номинални износ основног капитала (акције са номиналом), или се тај износ номиналног капитала периодично утврђује на основу књиговодствене вредности.

¹⁶⁵И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 49.

¹⁶⁶У упоредном праву је могуће трговати акцијама уврштеним на регулисаном и МТП тржишту и на ОТЦ тржишту, што код нас није случај. Ова трговина се најчешће обавља на ОТЦ трговинским платформама. За више погледај поднаслов: ОТЦ тржиште.

уз новчани улог код приватне и јавне понуде, док се упис уз неновчани улог може извршити само путем приватне понуде обичних акција. Повећање основног капитала неновчаним улогом није могуће у случају емисије преференцијалних акција, јер се исте могу уписати једино у замену за новац.¹⁶⁷

У нашем позитивном праву, акције су увек дематеријализоване и гласе на име,¹⁶⁸ а ЗТК предвиђа њихову обавезну садржину.¹⁶⁹ Насупрот томе, у земаљама са развијеним тржиштем капитала попут САД, СРН, СР Аустрије, Швајцарске Конфедерације, акције се емитују у дематеријализованом и материјализованом облику, могу гласити на име и на доносиоца.¹⁷⁰ Услед дигитализације материјализоване акције постају све ређе, будући да је промењена метода трговине на регулисаном и МТП тржишту. Акције са бланко индосаментом више се не шаљу у току клиринга и салдирања поштом као раније, већ долази до електронског преноса са једног на други власнички рачун код централног депозитора. Акције пласиране на регулисаном и МТП тржишту су увек дематеријализоване, али је изузетно могуће да поједине акције из серије буду претворене у материјализоване, што је решење које постоји у праву СРН, а ова опција може бити искључена статутом.¹⁷¹ У суштини, једино акције којима се тргује на ОТП тржишту су материјализоване, што је последица технике трговања, али ипак постоји теоријска могућност да се њима посредно тргује на МТП тржишту. Наиме, уколико се оне депонују, на основу депозита је могуће издати депозитне потвде којима се може трговати. Међутим, нису све акције на име подобне да буду предмет депозитног посла и трговине на организованом тржишту, него искуључиво бланко индосиране.¹⁷² Претходно речено је могуће, будући да у СРН увршћавање акција у трговање на МТП тржиште може бити иницирано и од стране њихових власника, а не

¹⁶⁷ЗПД, чл. 253, ст. 6.

¹⁶⁸ЗПД, чл. 248, ст. 1.

¹⁶⁹Дематеријализовани финансијски инструменти морају имати следеће елементе уписане у ЦРХОВ: ознаку врсте финансијског инструмента, идентификационе податке о емитенту, укупан број издатих финансијских инструмената, укупни номинални износ емитованих финансијских инструмената, ако финансијски инструмент гласи на номинални износ, датум уписа финансијског инструмента у ЦРХОВ. (ЗТК, чл. 8, ст. 1.) Дематеријализована акција, поред претходно наведених елемената, мора имати и следеће елементе: ознаку класе, номинални износ на који гласи, или назнаку да се ради о акцијама без номинале, податак о праву гласа, садржај посебних права, уколико их акција пружа. (ЗТК, чл. 8, ст. 2.)

¹⁷⁰OR ZGB, Art. 622; AktG, Par. 10, Abs. 1; Das österreichische Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (Aktiengesetz – ÖAktG) StF: BGBl. Nr. 98/1965 idF BGBl. Nr. 24/1985 (DFB) (NR: GP X RV 301 AB_661 S. 76. BR: S. 226, даље у фуснотама: ÖAktG), Art. 9 und 10.

¹⁷¹DepotG, Par. 9, Abs. 3. Издавање материјализованих акција на доносиоца је онемогућено, те је могућа само замена већ издатих (AktG, Par. 10.).

¹⁷²Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2015, S. 70.

само емитента, с тим да у овом случају емитент није у обавези да поштује правила везана за информисање, будући да он сам није иницирао укључење на тржиште.¹⁷³

Битно је указати на то да се у пракси губи практични значај поделе на акције на име и на доносиоца код дематеријализованих ХОВ. У упоредном праву су дематеријализоване акције на доносиоца готово идентичне нашим акцијама које гласе на име. Да не постоји регулатива ЗПД која захтева да акције гласе на име, могли бисмо расправљати о томе да ли исте гласе на име или на доносиоца. Књиге акционара се више не воде код дематеријализованих акција,¹⁷⁴ будући да исте постоје само као електронски унос,¹⁷⁵ те емитент без увида у регистар централног депозитара не зна ко су му акционари. Стога се разлика између ХОВ на име и на доносиоца прави с обзиром на то да ли централни депозитар на захтев друштва може издати списак акционара. Међутим, овај критеријум поделе није апсолутно тачан на међународном нивоу, јер у СРН емитент дематеријализованих акција на доносиоца не може добити приступ списку, док у Р. Француској, емитент акција на доносиоца може тражити извод од депозитара, као и у случају акција на име, те не постоји анонимност између друштва и акционара.¹⁷⁶ У случају акција на доносиоца, у праву СРН, друштво обавештава акционаре о скупштини посредно преко депозитара, а у случају акција на име, АД то чини директно, будући да на основу акционарског регистра зна ко су му акционари.¹⁷⁷

У праву СР Аустрије, АД листирана на берзи (нем. *börsennotierte Gesellschaften*) могу емитовати акције на доносиоца и на име, док остала могу емитовати само акције на име, будући да нису укључене на берзанско тржиште.¹⁷⁸ Међутим, статут друштва може дозволити појединачном акционару да захтева преношење својих акција на доносиоца, у акције на име и обратно.¹⁷⁹ Претходно речено важи и за Швајцарску где акције, било материјализоване, или дематеријализоване (нем. *Bucheffekten*), могу

¹⁷³Види: BörsG, Par. 48, Abs. 1, S. 4.

¹⁷⁴Са доношењем новог ЗПД, 1. фебруара 2012. год, укинуто је вођење књиге акционара.

¹⁷⁵ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 32, каже да је законити власник финансијског инструмента, лице на чије име гласи рачун ХОВ у ЦРХОВ.

¹⁷⁶Heribert Hirte, Peter O. Mülbart, Markus Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, Berlin, 2017, S. 210.

¹⁷⁷G. Spindler, E. Stilz, *et all, Kommentar zum Aktiengesetz*, S. 71. У СРН књигу акционара за листирана акционарска друштва води *Clearstream International S.A.*, са седиштем у Луксембургу.

¹⁷⁸ÖaktG, Art. 9, Abs. 1.

¹⁷⁹ÖaktG, Art. 10, Abs. 4.

гласити и на име и на доносиоца, а статутом се може дозволити и промена једне врсте акција у другу.¹⁸⁰ Наравно материјализоване акције на име се преносе индосаментом.

У енглеском праву, такође је могуће емитовати акције на доносиоца и на име, с тим да је издавање акција на доносиоца, слично као у немачком праву делимично ограничено (*Sec 112, 122 Companies Act*).¹⁸¹ У сваком случају доминирају акције на име, које се у случају материјализованог облика могу преносити индосаментом.

У СРН постоји дуга историја издавања акција (на доносиоца, али и на име) која датира још из Пруског закона о АД из 1843. године,¹⁸² с тим да су акције на доносиоца бројније, али се полако повећава број акција на име.¹⁸³ Међутим, од 2010. године забрањено је издавање акција на доносиоца, за друштва која нису котирана на берзи (нем. *börsennotierte Gesellschaften*), док је за остале обвезујуће издавање акција на име, уз објашњење да је потребно повећати транспарентност власничке структуре.¹⁸⁴ Акционари имају слободу да врше замену акција на име у акције на доносиоца и обратно, с тим што је ова замена делимично ограничена за друштва која нису укључена у трговање на регулисаном или МТП тржишту.¹⁸⁵ Ова друштва само изузетно могу имати акције на доносиоца и то у случају да су акције положене у депозит банке, централног депозитара, или код квалификованог иностраног депозитара, када се издаје депозитна потврда на доносиоца.¹⁸⁶ У овом правном систему постоји опипљивија разлика између акција на име и на доносиоца, јер акције на име носе право на постављење свог члана у надзорном одбору, у случајевима одређеним статутом (*Par. 101, Abs 2, Satz 2, AktG*), оне могу бити винкулиране (*Par. 68, Abs 2, AktG*), са овим акционарима се могу договорити додатне обавезе.¹⁸⁷ Код неких врста АД, забрањено је

¹⁸⁰OR ZBG, Art. 622, Abs. 1 und 3.

¹⁸¹Н. Hirte, P. O. Mülberr, M. Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, S. 210.

¹⁸²Више: Н. Hirte, P. O. Mülberr, M. Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, S. 206-209.

¹⁸³Акције на име у СРН, последње време постају популарније, будући да АД прелазе само на овај тип акције, што је урадио *Adidas AG* 2010. године. (Види: https://www.adidas-group.com/media/filer_public/2013/07/31/qa_namensaktie2010_de.pdf, сајт посећен 26.06.2018. године) Од познатијих АД, овај тип акција имају, *Deutsche Bank AG, Sparkasse AG, Simens AG*. Већина АД у СРН, још увек има акције на доносиоца, а најпознатија су наравно, *Deimler AG, BMW AG, Volkswagen AG*. Овај тип акција се најчешће издаје када постоји познати круг акционара, који доносе одлуке, те овим привредним друштвима није неопходан директан контакт са акционарима. Најпознатији је пример *BMW AG*, код кога 46,8 посто свих акција, држе само два физичка лица, брат и сестра *Stefan Quandt* и *Susanne Klatten*.

¹⁸⁴Thomas Wachter, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, 2014, S. 72.

¹⁸⁵AktG, Par. 10.

¹⁸⁶T. Wachter, *et. all, op. cit.*, S. 73.

¹⁸⁷Н. Hirte, P. O. Mülberr, M. Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, S. 215. Додатне обавезе су: уношење новчаног удела уговореног у услугама при оснивању, уношење имовине која је дата на послугу при оснивању (AktG, Par. 55, Abs 1.), обавеза плаћања додатне новчане уплате, која се накнадно враћа (AktG, Par. 65.).

издавање акција на доносиоца, или се чак захтева издавање винкулисаних акција, које гласе на име и чија прометљивост је ограничена.¹⁸⁸ Тако је АД *Deutsche Lufthansa AG Köln*, на основу закона у обавези да издаје само винкулиране акције на име,¹⁸⁹ али оне могу бити уведене и статутом, када се њим утврђује који су то случајеви када се може одбити сагласност, а овакве акције има *Allianz SE*¹⁹⁰ Такође, затворени инвестициони фондови могу издавати само акције које гласе не име.¹⁹¹ Још један разлог за све већи прелазак на акције на име су и притисци *FATF (Financial Action Task Force)* да се због прања новца и финансирања тероризма спречи издавање ове врсте хартија, због чега је и дошло до ограничења у немачком праву, међутим постоје земље чланице овог тела које су поред ових приговора одржале акције на доносиоца попут Велике Британије.¹⁹²

Акције у материјализованом облику емитују се у малом броју случајева код нејавних друштава¹⁹³, или их јавна АД емитују као маркетиншки потез.¹⁹⁴ Овај тип акција се састоји од плашта и купонског табака, при чему плашт садржи све информације које су обавезне и код садашњих дематеријализованих акција, док купонски табак садржи купоне, који се сваке године предају друштву приликом исплате дивиденди и том приликом се поништавају. Материјализоване акције на име су у упоредном праву “рођене ХОВ по наредби” (нем. *gebohrne Orderpapiere*), те се преносе путем индосамента, иза чега стоји купородаја, с тим да акционар стиче сва права која произилазе из саме акције тек са уписом у књигу акционара.¹⁹⁵ Наравно, ако промена власништва на акцији није уписана у књигу акционара, оне се могу даље прометовати, с тим да је неопходан непрекинути низ индосамената.¹⁹⁶

¹⁸⁸Uwe Hüffer, Jens Koch, *Aktiengesetz*, München, 2018, S. 394.

¹⁸⁹Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz vom 5. Juni 1997 (BGBl. I S. 1322), das zuletzt durch Artikel 24 Absatz 17 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: LuftNaSiG), Par. 2, Статут *Lufthansa AG*, наводи да се сагласност може одбити, само у случају да је одржавање њеног авио саобраћаја угрожено, што је доста широка формулација, те се може користити и као средство одбијања непожељних инвеститора. (Види: Satzung Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft (Fassung Mai 2018), Art. 5, Abs. 1, S. 3.).

¹⁹⁰Скраћеница *SE* означава *Societas Europaea*, односно тип АД који се оснива на нивоу целе ЕУ, а исто је уведено путем директиве Савет ЕУ, (Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE)).

¹⁹¹G. Spindler, E. Stilz, *et all, Kommentar zum Aktiengesetz*, S. 74.

¹⁹²H. Hirte, P. O. Mühlert, M. Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, S. 212.

¹⁹³Поготово се јављају у САД где постоје овлашћене штампарије које штампају овакве акције. Више: <https://www.delawareinc.com/blog/issuing-stock-certificates-delaware-corporation/>, сајт посећен 02.07.2018. године.

¹⁹⁴Овакву емисију материјализованих акција на доносиоца, извршио је *Allianz SE* на Њујоршкој берзи, али у ограниченој серији, а поводом тога што је ово друштво постало прво европско АД (*SE*) листирано на берзи.

¹⁹⁵W. Goette, M. Habersack, S. Kalls, *et. all, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, S. 314.

¹⁹⁶*Ibidem*, S. 315.

Још једна специфичност страних правних система је могућност издавања појединачних (нем. *Einzelurkunde*) и збирних ХОВ (нем. *Sammelurkunden*, *Globalurkunden*), па и акција. Код појединачних акција, свака акција је за себе емитована, док се у случају збирне акције емитује одређени број акција заједно, а најчешће 100 или 1000 акција.¹⁹⁷ Власник збирних акција може захтевати замену за појединачне ХОВ од којих се састоји збирна хартија,¹⁹⁸ уколико то није искључено, или ограничено у статуту друштва.¹⁹⁹

1.5.2 Врсте акција

Акције можемо поделити, с обзиром на обим права које пружају, на обичне и преференцијалне, а по критеријуму исказане вредности основног капитала на акције са и без исказане номиналне вредности.²⁰⁰ Подела на обичне и на преференцијалне акције је најважнија, будући да указује на разлику у обиму права, што је у пракси важно питање. Обична акција је она која свом имаоцу даје право учешћа и гласања на скупштини друштва, право на учешће у добити друштва (дивиденда), право на учешће у расподели ликвидационог остатка или стечајне масе, право пречег стицања акција нове емисије, као и друга законом предвиђена права.²⁰¹ Оне се не могу претворити у преференцијалне акције, или друге финансијске инструменте.²⁰² Свака обична акција даје право на један глас.

Преференцијална акција имаоцу даје једно, или више повлашћених права утврђених статутом и одлуком о издавању.²⁰³ Преференцијалне акције без обзира на њихову врсту, носе право на учешће у раду скупштине, уз ограничено права гласа,²⁰⁴ те

¹⁹⁷У СРН, ова могућност је везана за депозитни посао и DepotG, Par. 9a, Abs.1.

¹⁹⁸Karsten Schmidt, Marcus Lutter, *et. all, Aktiengesetz Kommentar*, Köln, 2015, S. 246. Види: Abs. 9a, Abs.3, S. 2, DepotG.

¹⁹⁹Wolfgang Hölters, *et. all, Aktiengesetz Kommentar*, München, 2017, S. 59.

²⁰⁰ЗПД, чл. 250, ст. 1 и 3.

²⁰¹ЗПД, чл. 251, ст. 1. Под другим правима се подразумевају, право на принудни откуп акција, у случају акционара који испуњава законом прописане услове, право на подношење тужби из ЗПД (активна легитимисаност), право предлагања тачака дневног реда, право на предлагање спровођења посебне, или ванредне ревизије, право приступа актима и документима привредног друштва.

²⁰²ЗПД, чл. 251, ст. 2.

²⁰³ЗПД, чл. 253, ст. 1.

²⁰⁴Види: ЗПД, чл. 255. Право гласа је ограничено само на питања, која се тичу повећања, или смањења укупног броја одобрених акција те класе, измене било ког повлашћеног права акција те класе, утврђивања права власника било којих других ХОВ друштва на замену, или конверзију њихових ХОВ у акције те класе, подели, или спајању акција те класе, или њиховој замени за акције друге класе, новој емисији исте класе преференцијалних акција, или издавању нове класе акција, које дају већа права у односу на права која дају акције те класе, или измене права из акција друге класе, тако да дају једнака, или већа права у односу на права која дају акције те класе, ограничењу, или искључењу постојећег права пречег уписа акција те класе, ограничењу, или искључењу постојећег права гласа из акција те класе, ако је то право утврђено статутом.

право на прече стицање исте класе акција из нове емисије, као и право на приступ документима и актима. Ове акције је могуће емитовати само за новчани улог.²⁰⁵ Повлашћена права су пре свега имовинске природе, стога укупна номинална вредност издатих и одобрених преференцијалних акција не може бити већа од 50% основног капитала друштва.²⁰⁶ Она се пре свега односе на приоритетну исплату дивиденде у односу на обичне акције, као и на право првенства наплате из ликвидационог остатка, или стечајне масе у односу на имаоце обичних акција. Имаоци преференцијалних акција имају право пречег уписа акција своје класе.²⁰⁷ Износ дивиденди коју преференцијална акција остварује, у случају да је друштво пословало са добитком, се може одредити у апсолутном новчаном износу, или у проценту од номиналне вредности. У овом случају, уколико преостане неки износ остварене добити након расподеле истог на преференцијалне акције, тек тада се врши исплата дивиденди обичним акцијама.

Разликујемо неколико врста преференцијалних акција и то кумулативне, партиципативне, замењиве, те акције са *put*, или *call* опцијом.

У случају кумулативних преференцијалних акција право на исплату дивиденде у апсолутном, или релативном износу, се не везује за пословни успех у току само једне пословне године, него се кумулира у годинама када није остварена довољна добит, и исплаћује у годинама када друштво опет послује позитивно.²⁰⁸

Партиципативне преференцијалне акције поред фиксне стопе дивиденде коју друштво мора да исплати у годинама у којима остварује профит, садржи и право да партиципира у дивиденди која припада имаоцима обичних акција, у свим случајевима, или по испуњењу статутом предвиђених услова.²⁰⁹

Постоје и замењиве преференцијалне акције које додатно дају право на претварање тих акција у другу класу преференцијалних акција, или у обичне акције.²¹⁰

Преференцијалне акције могу носити право на *put* опцију, њиховог имаоца према издаваоцу, да према унапред утврђеној цени, или унапред утврђеним условима

²⁰⁵ЗПД, чл. 253, ст. 6.

²⁰⁶ЗПД, чл. 253, ст. 2.

²⁰⁷ЗПД, чл. 253, ст. 4.

²⁰⁸ЗПД, чл. 253, ст. 1, тач. 1.

²⁰⁹ЗПД, чл. 253, ст. 1, тач. 3.

²¹⁰ЗПД, чл. 253, ст. 1, тач. 5.

прода своје акције.²¹¹ Међутим, могуће је емитовање преференцијалних акција са *call* опцијом емитент, чијом активацијом долази до откупа акција, те емитент стиче сопствене акције.²¹²

У упоредном праву постоји још једна врста акција, тзв. винкулисане акције. Ове акције је могуће срести, на пример, у праву СР Аустрије, СРН и Швајцарске Конфедерације. Ради се о акцијама које гласе на име, а чији промет је условљен сагласношћу емитента.²¹³ Сагласност дају извршни органи друштва, уколико нешто друго није предвиђено статутом, а иста може бити ускраћена само из важног разлога.²¹⁴ Дакле, ради се о посебној врсти акције на име, код којих је негоцијабилност ограничена законом, или статутом емитента. Јавна АД често користе винкулисане акције да би спречили непријатељско преузимање,²¹⁵ што је од посебне важности у случају високих технологија.

С обзиром на исказану номиналну вредност акције се деле на оне са и без исказане номиналне вредности. Све обичне акције морају имати исту номиналну вредност и оне чине једну класу акција, док преференцијалне акције могу имати различиту номиналну вредност, те више класа.²¹⁶ Уколико акције немају исказану номиналну вредност, њихова вредност се утврђује на основу књиговодствене вредности привредног друштва, али у овом случају све акције (обичне и преференцијалне) морају бити издате без номиналне вредности.²¹⁷

1.5.3 Обвезнице

Обвезница (нем. *Anleihe*, енг. *bond*) је ХОВ која има одређену номиналну вредност којом се њен издавалац обавезује да ће лицу означеном у њој исплатити означеног дана доспелости износ који је у њој наведен.²¹⁸ Ово је најчешћа дефиниција у теорији, а што се тиче нашег позитивног законодавства дефиниција не постоји.

²¹¹ЗПД, чл. 253, ст. 1, тач. 6.

²¹²ЗПД, чл. 254.

²¹³ÖaktG, Par. 62, Abs. 1.

²¹⁴ÖaktG, Par. 62, Abs. 1.

²¹⁵Bruno Jeitziner, „Die Vinkulierung von Namensaktien aus ordnungstheoretischer Sicht“, *Die Unternehmung*, Vol. 43, No. 6/1989, S.453.

²¹⁶ЗПД, чл. 250.

²¹⁷ЗПД, чл. 250, ст. 5.

²¹⁸М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 89. Ова дефиниција није у потпуности тачна, будући да постоје обвезнице без номиналне вредности и без наведеног износа који треба исплатити, што је случај код партиципативних обвезница, које су изузетно честе у упоредном праву. Такође, постоје и обвезнице без рока доспелости, такозване вечне обвезнице. Међутим, уколико би смо пробали да у дефиницију унесемо све могуће варијетете обвезнице, не би смо успели да формулишемо дефиницију, будући да су варијетети изузетно различити. Стога је у раду наведена и прихваћена ова дефиниција.

Последња законска дефиниција је постојала у ЗХОВ, у којем се наводи да је обвезница ХОВ којом се емитент обавезује да ће имаоцу обвезнице у року њене доспелости исплатити износ номиналне вредности обвезнице и уговорену камату.²¹⁹ ЗТК обвезнице успутно помиње на неколико места, али не даје дефиницију истих, већ само наводи коју садржину мора имати обвезница у регистру.²²⁰ Дакле овај закон не забрањује обвезнице у материјализованом облику, нити ограничава садржину права у оквиру обвезнице. Стога је могуће издати обвезнице замењиве за дужничке ХОВ, варанте, или ХОВ трећих лица која се налазе у поседу емитента.²²¹ ЗОО помиње обвезнице када говори о враћању обвезнице након исплате,²²² као и у делу који се тиче цесије.²²³ У ЗПД се помињу само замењиве обвезнице и даје се њихова дефиниција.

Позитивно правни прописи у РС недовољно дефинишу материју обвезница, јер регулишу само издавање дематеријализованих обвезница. Будући да не постоји регулација, можемо претпоставити да је законски могуће емитовати обвезнице на име (нем. *Nahmeanleihe*, енг. *registered bond*) и на доносиоца (нем. *Inhaberanleihe*, енг. *bearer bond*), и то у материјализованом и дематеријализованом облику. Иако закон не забрањује емисију материјализованих обвезница и других дужничких ХОВ, не постоје подзаконски акти који би то омогућили, будући да није предвиђен начин добијања *ISIN* броја и *CFI* кода за ове ХОВ, те ко би исте штампао и сл. У ранијем законодавству је било дефинисано да све ХОВ тржишта капитала могу гласити на име и на доносиоца, па тако и обвезнице.²²⁴ Ово је у складу са упоредно правном праксом, с тим да се у упоредном праву могу издавати и материјализоване и дематеријализоване ХОВ.

У упоредном праву је уобичајено да се обвезнице издају у дематеријализованој форми на доносиоца, али је могуће да гласе и на име, што је ретко. Поред дематеријализоване форме, могућа је и материјализована форма, најчешће на

²¹⁹ЗХОВ, чл. 32.

²²⁰Обвезница која имаоцу даје право на исплату главнице и могуће камате, мора садржати, поред елемената које садрже сви дематеријализовани финансијски инструменти и номинални износ на који она гласи, износ главнице, податке о каматној стопи и податке о начину и роковима обрачуна камате, ако власник има право на исплату камате, податке о доспећу обавеза емитента из ХОВ, ако емитент има право превременог откупа, податке о откупној вредности за коју може остварити то право, или начин одређивања откупне вредности, као и друге услове за остварење права из обвезнице. Види: ЗТК, чл. 8, ст. 3. Битно је рећи, да овакво одређење садржине обвезнице, ипак омогућава издавање партиципативних и амортизационих обвезница, јер закон претходну садржину везује само за обвезнице, које гласе на главницу и могуће камате, а не на остале обвезнице.

²²¹ЗТК, чл. 8, ст. 4.

²²²ЗОО, чл. 323.

²²³ЗОО, чл. 441.

²²⁴ЗХОВ, чл. 6.

доносиоца. Ови облици обвезница постоје у праву СРН,²²⁵ СР Аустрије,²²⁶ Р. Француске, Велике Британије, САД. У Европи се материјализоване обвезнице издају више у маркетиншке сврхе,²²⁷ али их издају и фудбалски клубови који на њима остварују значајан приход, будући да се уметнички украшене обвезнице продају фудбалским фановима који ретко када исте уновчавају, те ова спортска удружења добијају на овај начин бесплатан новац.²²⁸

Као и у случају акција, у упоредном праву је могуће издавања појединачних обвезница (нем. *Einzelurkunde*) и збирних обвезница (нем. *Sammelurkunden*, *Globalurkunde*). Збирне обвезнице у оквиру једне исправе или електронског уписа обједињују више појединачних обвезница, које на захтев имаоца пре њихове доспелости могу накнадно бити подељене на појединачне. У нашем праву је могуће издати само појединачне ХОВ, а такође није могућа било каква замена једне врсте ХОВ у другу врсту ХОВ, попут ХОВ на име у ХОВ на доносиоца, или из глобалне ХОВ у појединачну.

Поставља се питање како се штите права власника обвезнице, будући да су обвезнице већином дугорочне ХОВ, те да ли је могуће у току трајања обвезнице, мењати садржину обавеза из обвезнице. Наше право не садржи одговор на ова питање, али упоредно право предвиђа механизам на основу којег је то могуће учинити. У праву СРН, СР Аустрије, Швајцарске Конфедерације и САД, али и многим другим државама, постоји институт општих услова обвезнице (нем. *Anleihebedingungen*, енг. *indenture agreement*). У СРН је законски дефинисано да се права и обавезе између дужника и

²²⁵У праву СРН, дужничке ХОВ се издају као ХОВ на доносиоца (BGB, Titel 24, Par. 793- 808.), с тим што се издате ХОВ на доносиоца, могу претворити у ХОВ на име (BGB, Par. 806.).

²²⁶У праву Аустрије су ХОВ слабо регулисане, те важи правило аутономије воље. Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB) StF: dRGBI. S 219/1897 (GBlÖ Nr. 86/1939), Art. 363, говори да се дужничке ХОВ могу преносити путем индосамента, уколико гласе по наредби. У теорији се прави разлика на ХОВ по наредби, по рођењу (нем. *geböhrenes Orderwertpapieren*) и по избору (нем. *gekorenes Wertpapieren*). У прве спадају ХОВ на име тржишта капитала, будући да се могу преносити путем индосамента, иако гласе на име, док се друге могу изједначити са нашим ХОВ по наредби.

²²⁷Овај тип емисије је урадио *Deutsche Bahn AG*, преко своје ћерке фирме у Холандији (*Deutsche Bahn Finance B.V.*) децембра месеца 2001 године, када је издао последње обвезнице са номиналном вредношћу израженом у ДМ. (Више: <https://www.sammleraktien-online.de/deutsche-bahn-ag/item-2-4869-Deutsche+Bahn-.html>, сајт посећен 02.07.2018. године). Слично је урадила и *Sparkasse AG* 2001. године, када је издала обвезнице са номиналном вредношћу у €. (Више: <http://luckner-online.de/Anleihen/anleihen.html>, сајт посећен 02.07. 2018. године.)

²²⁸На сваких пар година *FC Köln* издаје материјализоване обвезнице, а последњи пут 2016. године. Види: <https://fc.de/fc-info/club/dokumente/anleihe-20162024/die-urkunden/>, сајт посећен 16.05.2018. године.

повериоца морају дефинисати у оквиру једног документа.²²⁹ Судска пракса врховног суда у овој земљи је заузела став да се општи услови морају саставити код свих дужничких ХОВ.²³⁰ У случају материјализованих ХОВ општи услови обвезнице се исписују на полеђини саме ХОВ, а уколико се ради о дематеријализованим ХОВ тада се исти морају објавити. Први део овог документа се односи на интегрисана права у ХОВ, односно на шта се емитент обавезао емисијом ХОВ. Стога се наводи номинална вредност или износ удела који ХОВ пружа, висину и начин утврђивања камате, везивање за одређену референтну каматну стопу, доспелост, рокови за исплату камате, валута, појавни облик ХОВ, обезбеђење, интегрисана права опције, право повлачења обвезнице пре времена доспелости и основи за исто, клаузулу приоритета у оквиру транши и начин поделе губитка.²³¹ Садржина другог дела се не може утврдити унапред, већ се ради о одредбама које ограничавају, мењају, модификују, укидају права и обавезе, те ближе одређују начин деловања општих услова.²³² Овај део општих услова је најобимнији у случају ванбилансне секјуритизације, будући да се тада дефинише ко ће бити сервисер портфолија, како ће се контролисати његов рад, те ближе дефинисати рад скупштине поверилаца обвезнице и сл. Контролу над радом сервисера врши треће независно лице, која обавља фидуцијарне дужности, такозвани повереник (енг. *trustee*, нем. *Treuhänder*), чији је основни посао да чува интересе инвеститора, да контролише да ли се портфолијом управља на одговарајући начин, те да контролише токове новца, а уколико постоје неки проблеми са управљањем портфолијом, он је овлашћен и да промени сервисера.²³³ У општим условима обвезнице се наводе и пратеће клаузуле попут пророгационе клаузуле, клаузуле о избору меродавног права, правила о месту и начину извршења обавеза, о начину информисања, клаузуле о застарелости, о замени за другу ХОВ и сл.²³⁴ Колективну заштиту права власника врши скупштина поверилаца обвезнице, која својом одлуком, уз сагласност емитента може изменити и садржину права из ХОВ и општих услова обвезнице. Одлуке се доносе простом већином присутних власника, или квалификованом двотрећинском већином присутних, у случајевима попут промене висине каматне стопе, датума доспелости, ограничавања

²²⁹Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), das zuletzt durch Artikel 18 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: SchVG), Par. 2, S. 1.

²³⁰Klaus J. Hopt, Christoph H. Seibt, *et. all*, *Schuld-Verschreibungs-Recht*, Köln, 2017, S. 51.

²³¹*Ibidem*, S. 48-49.

²³²K. J. Hopt, C. H. Seibt, *et. all*, *op. cit.*, S. 51.

²³³Ahmed Arif, *Deciphering Securitisation and Covered Bonds: Economic analysis and regulations*, Doctoral thesis, Erasmus University Rotterdam, 2017, p. 24.

²³⁴K. J. Hopt, C. H. Seibt, *et. all*, *op. cit.*, S. 50.

или замене средстава обезбеђења, замене валуте на коју гласи ХОВ, као и у другим случајевима када се утиче на главне карактеристике ХОВ.²³⁵ Општим условима обвезнице се може ограничити одлучивање скупштине на само неке од законом предвиђених овлашћења, или се она могу искључити,²³⁶ а може се предвидети и јача већина потребна за усвајање промена.²³⁷ Наравно, ако се промене неке од карактеристика ХОВ, тада се морају издати нове материјализоване ХОВ, а у случају дематеријализованих само се мења текст општих услова обвезнице. Дакле, ради се о врсти општих услова пословања,²³⁸ која су део уговор о купопродаји ХОВ као једне телесне ствари.

Обвезнице пружају широку лепезу могућности, добар су начин страног финансирања, будући да сам емитент одређује садржај права из обвезнице, те самим тим одређује и услове финансирања. На пример, емитент може уместо конформне каматне стопе изабрати пропорционалну која је њему повољнија. Може одлучити да превремено исплати обвезнице, а садржајем права која нуди може утицати на висину каматне стопе. Па тако, уз облигационо правни захтев може понудити и право на замену обвезница у акције, те тако смањити каматну стопу.

1.5.4 Врсте обвезница

Можемо направити поделу обвезница на обезбеђене, необезбеђене и покривене обвезнице²³⁹, слично како је то чинио и ЗХОВ,²⁴⁰ а према року доспећу на краткорочне средњерочне и дугорочне. На основу начина исплате камате, обвезнице се могу поделити на обвезнице са купоном и без купона, а према врсти камате на оне са промењивом и непромењивом каматом. С обзиром на начин остваривања права на

²³⁵SchVG, Par. 5, Abs. 3, S. 1, Nr. 1-9.

²³⁶SchVG, Par. 5, Abs. 3, S. 2.

²³⁷SchVG, Par. 5, Abs. 4, S. 2.

²³⁸Rene Bösch, „Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht“, *Die Reform des Schuldverschreibungsrechts*, Berlin 2004, S. 189.

²³⁹Тачна подела из овог закона, била је на гарантоване, негарантоване, и хипотекарне заложнице. Под гарантованим обвезницама су се подразумевале обвезнице, чија исплата је била обезбеђена државном гаранцијом, а под хипотекарним заложницама, обавезе емитента обезбеђене хипотеком, а које емитују банке ради рефинансирања одобрених хипотекарних кредита. Оваква подела није била добро направљена, јер осим државне гаранције као обезбеђење обвезнице, може се уговорити и јемство, банкарска гаранција, осигурање потраживање, залога и хипотека. Што се тиче хипотекарних заложница, под тим се подразумевају покривене обвезнице, код којих долази до емисије обвезница обезбеђених пулом хипотекарних кредита, те се исплата гарантује залогом на потраживању из уговора о кредиту, а посредно и из хипотека, којима су ови уговори обезбеђени.

²⁴⁰ЗХОВ, чл. 21.

повраћај главнице и камате, на једнократне обвезнице, обвезнице са ануитетима и обвезнице са исплатом камате у ратама.

Необезбеђене обвезнице немају додатно средство обезбеђења, већ њихова исплата зависи искључиво од емитента и од његовог бонитета и пословног успеха. У пракси се најчешће издају овакве обвезнице. Емитент истих може бити како лице јавног права, тако и лице приватног права. Под обезбеђеним обвезницама се сматрају обвезнице код којих је испуњење обавезе из саме ХОВ додатно гарантовано и неким средством обезбеђења. То средство може бити персонално или реално, али није могуће применити баш сва средства, већ је од персоналних средстава могуће применити јемство, банкарску и државну гаранцију као и осигурање потраживања, а од реалних хипотеку и залог.²⁴¹ Чест је случај да овакве обвезнице имају и више средстава обезбеђења, а не само једно. Покривене обвезнице (енг. *covered bonds*, нем. *Pfandbriefe*) се могу дефинисати као дугорочне дужничке ХОВ, обезбеђене залогом на потраживањима од стране емитента одобрених првокласних, најчешће хипотекарних кредита.²⁴² За њих је карактеристично да се издају у поступку билансне секјуритизације дуговања (европском типу секјуритизације), те да њихов емитент може бити искључиво банка, која исплату овог типа обвезница обезбеђује својим потраживањима покривених хипотеком, а проистеклим из кредитног пословања. У нашем позитивном праву није могуће издавање покривених обвезница,²⁴³ али јесте могуће издавање обезбеђених обвезница, изузев оних обезбеђених хипотеком.²⁴⁴

Иако су обвезнице дугорочне ХОВ са роком доспећа који је увек дужи од годину дана, међу њима се може направити разлика с обзиром на рочност. Ова разлика се прави на краткорочне, средњорочне и дугорочне обвезнице. Рок доспећа краткорочних обвезница износи 1-5 година, средњорочних од 5-12 година, а преко 12 година су дугорочне обвезнице.²⁴⁵

²⁴¹Никола Крстић, „Механизам обезбеђења обвезница с освртом на стање у Републици Србији“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 3/2017, том 1.

²⁴²Branka Jurčević, „Osigurane obveznice kao alternativa ulaganju institucionalnih ulagača u državne obveznice“, *Zbornik radova: Dani hrvatskog osiguranja 2015*, Zagreb 2015, str. 117.

²⁴³Покривене обвезнице није могуће издати, јер наше позитивно законодавство забрањује отуђење банкарских потраживања, изузев у случају да се исто врши другој банци.

²⁴⁴Обвезнице обезбеђене хипотеком, теоријски гледано је могуће издати, међутим због тога што наше позитивно право, за пренос хипотеке, захтева форму нотарског записа, није могуће даље пренети овакву обвезницу, због чега она није негоцијабилана, те се и не може сматрати ХОВ.

²⁴⁵Бошко Живковић, Дејан Шошкић, *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2018, стр. 38.

Подела на обвезнице са купоном и без купона (нем. *Nullkupon Anleihen*, енг. *zero bond*) је настала с обзиром на технику обрачуна и остваривања права на камату, код материјализованих ХОВ, а касније је терминологија преузета код дематеријализованих. Наиме, материјализоване ХОВ се састоје од плашта и купонског табака. На плашту се налази уписано на кога право гласи (на име или на доносиоца), те која права произилазе из обвезнице (главница и камата), док се у купонском табаку налазе купони који се приликом исплате камате откидају и предају емитенту након исплате. Код дематеријализованих обвезница не постоји купон који се поништава, већ се по доспелости камата електронски преноси на наменске рачуне власника. У случају обвезнице без купона, можемо разликовати две врсте и то обвезнице са једнократном исплатом камате (нем. *Standardanleihe*, *Festzinsanleihe*, енг. *straight bond*, *plain vanilla bond*) и амортизационе обвезнице (нем. *Tilgungsanleihe*, *Amortisationsanleihe*). Код обвезница са једнократном исплатом камате постоји само плашт обвезнице, а у самој обвезници је наведен номинални износ који се исплаћује по доспелости, односно код дематеријализованих се камата исплаћује након доспелости заједно са главницом. Код амортизационих обвезница не постоји камата, већ се емисиона цена утврђује у износу умањеном за актуарски рачун,²⁴⁶ па се камата преваљује на вредност обвезнице по доспелости. У нашем систему је могуће издати дематеријализоване обвезнице са и без купона.

С обзиром на начин остваривања права на повраћај номиналног износа разликујемо три ситуације и то исплату по доспелости целог износа (једнократно), у ануитетима и исплату камате у ратама. У другом случају се и главница и камата исплаћују кроз ануитете, исто као код класичног кредита, док у трећем случају долази до годишње исплате камате, али се главница исплаћује тек на крају доспелост целе обвезнице. Могуће је издавање све три врсте обвезница у нашем праву.

Врста камате такође утиче на обвезнице, те можемо разликовати обвезнице са фиксном каматом (чврсто укамаћене, нем. *Festverzinsliche Anleihen*, енг. *fixed rate bonds*) и оне са варијабилном каматом (нем. *Variabel verzinsliche Anleihen*, енг. *floating rate bonds*). Обвезнице са фиксном каматном стопом су класичан инструмент страног финансирања путем тржишта капитала, где током целокупног трајања обвезнице

²⁴⁶Актуарски рачун је обрнуто рачунање камате, где се од почетне вредности, одузима износ камате за предметни период.

постоји једна фиксна каматна стопа.²⁴⁷ Варијабилна каматна стопа се увек састоји од фиксног дела и варијабилног дела који је везан за индексе промене вредности позајмице новца на међубанкарском тржишту. Најпознатији индекси су свакако *LIBOR* и *EURIBOR*.²⁴⁸ Оно што је посебност у упоредном праву је да каматна стопа у оквиру једне обвезнице не мора увек бити промењива или фиксна, већ је могуће тзв. динамичко укамаћење, те да периоде са фиксном каматом замењују периоди са варијабилном каматом и обрнуто, а што је често случај код такозваних вечних обвезница (нем. *ewige Anliehe*).²⁴⁹ У нашем позитивном праву је могуће издавање обе врсте обвезница.

У међузони акција као власничких ХОВ и обвезница као дужничких ХОВ, постоје ХОВ које теже да обједине карактеристике обе врсте ХОВ, а то су хибридне обвезнице.²⁵⁰ Оно што хибридне обвезнице одваја од других дужничких ХОВ јесте да, оне имају делимично и корпоративни карактер, будући да носе право на замену за акције и уделе у ДОО емитента, или неког другог привредног субјекта.²⁵¹ Наравно, могућа је замена и за дужничке ХОВ или варанте, како самог емитента, тако и неког другог лица. Хибридне обвезнице због двоструке дужничко корпоративне природе у упоредном праву често у својим општим условима садрже *mezzanine* клаузулу,²⁵²

²⁴⁷Zahn Andreas, Lemke Rudolf, „Anleihen als Instrument der Finanzierung und Risikosteuerung“, *BKR - Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, Heft 12, Jahr 2002, S. 528.

²⁴⁸*EURIBOR (European Interbank Offered Rate)* и *LIBOR (London International Offered Rate)* су од избијања финансијске кризе праћени скандалима везаним за њихово „пумпање“, будући да су банке са намером дизале ове индексе, како би оствариле недозвољену зараду. Посебно је *LIBOR* индекс постао озлоглашен због намештања камата. У периоду од 2005. године, до 2009. године банка *Barklays*, је преузела 257 покушаја манипулације *LIBOR*-ом, док се банка *UBS* сумњичи да је учествовала у око 1.000 појединачних покушаја намештања. (Више: Marc Chesney, Jonathan Krakow Brigitte Maranghino-Singer Lukas Münstermann, *Asset Pricing*, Wiesbaden, 2018, S. 35-71) Што се тиче *EURIBOR*-а, манипулације је наводно вршило неколико запослених у *Deutsche Bank*, који су због овог скандала отпуштени, међутим и сама банка је била обавезана да плати казне због овог намештања. (Више: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/libor-skandal-deutsche-bank-zwischen-bafin-und-lag-soll-zahlen-13052396.html>, сајт посећен 05.06.2018. године.) Због проблема са *EURIBOR*-ом Европска централна банка, планира да уведе сопствену референтну стопу. (Више: <https://de.reuters.com/article/ezb-geldmarkt-idDEKCN1BW229>, сајт посећен 05.06.2018. године.) *EURIBOR* и *LIBOR* су заједно, као упоредна вредност у пољу финансијских услуга 2012. године вредели више од 500.000,00 милијарди \$. (NYT (2012) Behind the Libor Scandal. The New York Times, URL: <http://www.nytimes.com/interactive/2012/07/10/business/dealbook/behind-the-libor-scandal.html?r=0>), сајт посећен 05.06.2018. године.).

²⁴⁹Ulrich Christian Simon, *Das neue Schuldbeschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens*, Köln, 2011, S. 36.

²⁵⁰Rudolf E. Uhlman, „The Law Of Hybrid Securities“, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 23, Iss. 2/2 (1935-1936), p. 183.

²⁵¹Уколико се замена врши за ХОВ неког другог субјекта, тада емитент у свом власништву мора имати ХОВ за које се врши замена.

²⁵²*Mezzanine*, је латинска реч која означава међу степениште, међу ниво. У финансијском праву се овај израз користи за позајмљени капитал, који у случају стечаја долази на наплату после страног капитала, а пре сопственог капитала, те је управо због оваквог својства и добио име *Mezzanine*.

односно да у случају стечаја емитента, потраживања по овим обвезницама имају ред наплате између позајмљеног капитала и сопственог капитала.²⁵³ Дакле, наплаћују се након наплате осталих потраживања, а пре наплате власника капитала. Да би се емитовале хибридне обвезнице замењиве за акције, потребно је да друштво има одобрени капитал, из кога ће се извршити емисија акција за замену, а постојећи акционари имају право прече куповине. Претходно речено се не примењује у случајевима када се врши замена за друге дужничке ХОВ, варанте и акције трећих лица. У хибридне обвезнице можемо сврстати замењиве и партиципативне обвезнице.

Замењиве обвезнице (нем. *Wandelanleihen*, енг. *convertible bonds*) дају емитенту или власнику право на замену за обичне акције друштва, уделе у ДОО, друге дужничке ХОВ или варанте. Ове ХОВ су карактеристичне јер омогућавају право избора емитенту или власнику ХОВ да изврши замену обвезнице у другу ХОВ. Дакле, у дужничку ХОВ се инкорпорише право опције и то *call* или *put* опције,²⁵⁴ у зависности ко има право избора. Стога су замењиве ХОВ и варанти једине ХОВ тржишта капитала у које је интегрисано право опције. Обично се замењива обвезница везује само за право замене за акције, али то није тачно, будући да се може заменити за све остале ХОВ.

Партиципативне обвезнице (нем. *Gewinnschuldverschreibungen*, енг. *participating bonds*) у нашем позитивном праву нису дефинисане, али тренутни прописи не искључују њихово издавање. Међутим, обесмишљена је њихова емисија, будући да ванбилансна секјуритизацију у нашем праву није могућа, јер банке не могу да изврше купопродају својих потраживања.²⁵⁵ У праву СРН се наводи да партиципативне обвезнице за собом вуку право на исплату дела добити.²⁵⁶ Право на камату власници ових обвезница остварују уколико је емитент пословао са добитком, а сам износ добитка је везан за добитак који би добила једна, или више акција.²⁵⁷ У нашем ранијем праву је ова врста обвезница била везана за удео у добити, али је носила и право на мању фиксну каматну стопу.²⁵⁸ Партиципативне обвезнице су од изузетног значаја, будући да се цео поступак ванбилансне секјуритизације ослања управо на овај тип обвезница.

²⁵³К. Ј. Нопт, С. Н. Сеibt, *et. all, op. cit.*, S. 29.

²⁵⁴Када право избора има власник ХОВ тада се ради о *call* опцији, а када право има емитент онда је то *put* опција.

²⁵⁵За више погледај поднаслов: Ванбилансна секјуритизација.

²⁵⁶AktG, Par. 221, Abs. 1, Satz. 1, Alt. 2.

²⁵⁷W. Goette, M. Habersach, S. Kalls, *et. all., Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, S. 1057.

²⁵⁸ЗХОВ, чл. 37.

У новијој пракси се на основу категоризације ризика прави и подела на обвезнице подобне за инвестирање (енг. *investment grade*), обвезнице високог приноса (енг. *non investment grade*), као и процењене обвезнице (енг. *rated*).²⁵⁹ Код обвезница великог ризика, због ризика ненаплативости оне имају надпросечно високе камате,²⁶⁰ док се у случају обвезница намењених инвеститорима ради пре свега о бонитетним обвезницама.²⁶¹ Обвезнице се оцењују од стране рејтинг агенција, те им се додељује оцена којом се процењује способност емитента да испуни своје обавезе. Линија раздвајања између обвезница за инвестирање и обвезница високог приноса се налази на нивоу *Baa3 (Moody's)*, односно *BBB- (Standard & Poors)*, те испод ове линије почињу обвезнице високог приноса.²⁶²

Постоје и обвезнице намењене професионалним инвеститорима код којих постоји специфичност да имају номиналну вредност већу од 50.000,00 €, те није потребно издавати проспекат.

Уколико се као критеријум поделе узму својства емитента, обвезнице можемо поделити на корпоративне и јавноправне обвезнице. Први тип издају привредна друштва, док јавноправне обвезнице емитују лица јавног права. Такође постоје и комуналне обвезнице, које издају комунална јавна предузећа.

Још један тип обвезница су вечне обвезнице (нем. *ewige Anleihe*, енг. *perpetual bonds*) које немају означен дан доспелости, те ће бити наплативе даном отварања ликвидације емитента, или услед активирања опције.²⁶³ Оне гласе на удео у одређеном пулу активе, односно ради се о партиципативним ХОВ без доспећа. Другим речима, то су инвестиционе јединице отворених и затворених инвестиционих фондова, издате као ХОВ и у пракси су честе.²⁶⁴ Ове обвезнице се сматрају и хибридни обвезницама,

²⁵⁹Више: Mathias Habersack, Peter O. Mülbert, Michael Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 2013, S. 617-618.

²⁶⁰Пример обвезница високог ризика су обвезнице емитоване од стране *Air Berlin PLC & Co*, које су у једном тренутку домулаостигле принос од 11,5% (*CFI: AB100C*, *ISIN: DE000AB100C2*). Ово привредно друштво је на крају завршило у стечају 2017. године.

²⁶¹M. Habersack, P. O. Mülbert, M. Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 618.

²⁶²*Ibidem*.

²⁶³Thomas Schuster, Margarita Uskova, *Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen*, Mannheim, 2015, S. 9.

²⁶⁴Инвестиционе фондове можемо поделити, на затворене, који издају акције, или уделе у ДОО као ХОВ и на отворене, који издају инвестиционе јединице, које су у упоредном праву серијске ХОВ, којима се тргује на тржишту капитала. Инвестиционе јединице су правно гледано партиципативне ХОВ, које дају право на аликвотни део прихода пула од кога су начињене, те их можемо сврстати у власничке ХОВ. Инвестиционе фондове можемо поделити и на активно и пасивно вођене. Ова подела је направљена с обзиром на то, да ли постоји активно вођење фонда, у складу са инвестиционом политиком. Уколико се ради о активно вођеним фондовима, друштво за управљање мора инвестирати на основу смерница из општих услова пословања и на основу анализа и процена квалитета ХОВ, у које се улаже. Код овог типа

поред тога што не пружају корпоративна права, будући да се због њиховог неодређеног трајања у билансима воде као сопствени капитал, а не стране финансирање, због чега се сматра да су власничке ХОВ.²⁶⁵ У нашем праву није могуће емитовати овај тип ХОВ, будући да наше инвестиционе јединице немају карактеристике ХОВ, јер им недостаје инкорпорисаност права и негоцијабилност.²⁶⁶

Специфичан вид обвезнице, који се емитује само у исламском инвестиционом банкарству, је *Sukuk*. Разлика у односу на конвенционалну обвезницу је да се дуг не исплаћује са утврђеном каматном стопом, будући да шеријатско право забрањује уговарање камате, те се слично партиципативним обвезницама даје право на удео у активи, пулу активе, или право на исплату новчаних токова из активе.²⁶⁷

1.5.4.1 Замењиве обвезнице

Замењиве обвезнице (нем. *Wandelanleihen*, енг. *convertible bonds*) дају, емитенту или власнику, право на замену за обичне акције друштва,²⁶⁸ уделе у ДОО,²⁶⁹ а у упоредном праву и на замену за дужничке ХОВ или варанте. Ова врста обвезница је

фондова, ограничења везана за ХОВ, које се купују су везана за њихов квалитет, али не и за емитента. Пасивно вођени инвестициони фондови су карактеристични по томе што је у њиховим општим условима пословања утврђено, да се улаже само у ХОВ одређених емитената, односно у одређене фјучерсе, или робу, при чему се не раде посебне анализе, већ је битно да се улагање врши у одређеној сразмери у сваки појединачни чинилац пула, те не постоји активно вођење инвестиционог фонда. ХОВ које пасивно вођени инвестициони фондови издају се називају *Exchange traded products (ETPs)*, који се деле на неколико подсегмента, у зависности шта је актива за емисију партиципативних ХОВ и то на *Exchange traded funds (ETFs)*, код којих инвестициони фонд купује акције у оквиру одређене берзанске индексне корпе, попут *DAX*, *EURO STOXX 50*, *FTSE 100*, и сл., потом *Exchange traded notes (ETNs)*, где се улаже у одређену корпу дужничких ХОВ, али и фјучерсе, стране валуте и сл., и на крају *Exchange traded vehicles (ETVs)*, код којих се инвестиције врше искључиво у робне деривате, попут фјучерса и у сировине, попут злата, метала житарица и сл. Претходну поделу не треба схватити као ограничену, јер карактеристике ових ХОВ зависе од пословања инвестиционог фонда и проспекта јавне понуде. Њихов пласман се врши без уписнице, методом континуиране продаје, на МТП, или ОТП сегменту тржишта, а емисије се не врше у унапред одређеним серијама, већ зависе од потражње. Највеће тржиште на свету за *Exchange traded products* је Њујоршка берза (*NYSE*), а у Европи је то наравно *London Stock Exchange*, значајна је и *Xetra*, а од мањих *ETF Best-X*, као МТП сегмент на *Baden-Württembergischen Wertpapierbörse (Börse Stuttgart)*. Више: <https://www.nyse.com/products/exchange-traded-products>, сајт посећен, 10.05.2020. године. За више о активно и пасивно вођеним инвестиционим фондовима погледај: Johannes Steger, *Aktiv gemanagte Fonds im Vergleich zu Exchange Traded Funds und passiv gemanagten Fonds*, Hamburg, 2015.

²⁶⁵К. Ј. Нопт, С. Н. Сеibt, *et. all, op. cit.*, S. 29.

²⁶⁶Инвестиционе јединице су регулисане у оквиру Закона о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019) и Закона о алтернативним инвестиционим фондовима („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019). Предметно законодавство је плод имплементације регулативе ЕУ.

²⁶⁷Saad Azmat, Michael Skully, Kym Brown, “The (little) difference that makes all the difference between Islamic and conventional bonds”, *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 42/2017, p. 47.

²⁶⁸ЗПД, чл. 262, ст. 1.

²⁶⁹У нашем праву постоји институт резервисаног сопственог удела у случају ДОО, који би се могао користити за издавање замењивих обвезница, али је због лоше регулације то онемогућено. Наиме, ЗПД наводи да право на стицање удела преноси путем непреносивог финансијског инструмента (ЗПД, чл. 159в, ст. 1.), дакле не ради се о ХОВ, те се не може извршити јавна понуда оваквих финансијских инструмената (ЗПД, чл. 159в, ст. 4.). Види: ЗПД, чл. 159а-159ж.

специфична, пошто пружа могућност стицања облигационих права и корпоративних права, стога се ради о комбинацији дужничке и власничке ХОВ,²⁷⁰ те се овај тип обвезница назива хибридним. Замењиве обвезнице имају највише варијетета.

На основу ЗПД, замењиве обвезнице дају право имаоцу, под условима утврђеним одлуком о издавању, да исте замени за обичне акције друштва.²⁷¹ Можемо закључити да право избора има само власник обвезнице, те закон стога наводи да власник исте стиче акције достављањем емитенту писане изјаве о претварању замењивих обвезница у акције, те нема уписа и плаћања акција.²⁷² ЗТК не садржи посебне одредбе о овом типу ХОВ, али исти дозвољава другачији садржај ХОВ од законом предвиђеног,²⁷³ те би се могао заузети став да је могуће издавање других типова хибридних обвезница, уколико то није противно императивним нормама попут оних везаних за цену. Могуће је издавање замењивих обвезница које дају право на замену за преференцијалне акције. Императивно ограничење је везано за број замењивих обвезница које се емитују, будући да је наведено да се не могу емитовати, ако број обичних акција на које дају право, заједно са укупним бројем обичних акција на које дају право већ издате замењиве обвезнице и варанти, прелази укупан број одобрених обичних акција.²⁷⁴

Замењиве обвезнице се могу уписати само за новац,²⁷⁵ а њихова емисиона цена је ограничена будући, да се исте мењају за акције без додатног плаћања, те иста не може бити мања од: номиналне вредности акција за које се могу заменити, односно у случају акција без номиналне вредности њихове рачуноводствене вредности, као и тржишне вредности акција за које се могу заменити, ако се ради о јавним АД.²⁷⁶ У праву СРН постоји само забрана емисије испод номиналне вредности (нем. *unter pari*)²⁷⁷, док ограничење везано за цену ново емитованих акција јавних друштава не постоји. Овакво решење постоји због хибридних обвезница издатих без купона, чија цена је при емисији испод тржишне цене акција, будући да се примењује актуарски

²⁷⁰У власничке ХОВ, убрајају се замењиве обвезнице али и тзв. вечне обвезнице и *CoCo bonds* које су сличне са замењивим обвезницама а од њих се разликују по томе што се аутоматски врши њихова конверзија у акције, када се поклопи цена ових обвезница са ценом акција. (Више: Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens, Cynthia Van Hulle, *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds, and Bail-In*, New York, 2014.).

²⁷¹ЗПД, чл. 262, ст. 1.

²⁷²ЗПД, чл. 303, ст. 1.

²⁷³ЗТК, чл. 8, ст. 6.

²⁷⁴ЗПД, чл. 262, ст. 3.

²⁷⁵ЗПД, чл. 262, ст. 7.

²⁷⁶ЗПД, чл. 263, ст. 3.

²⁷⁷AktG, Par. 9.

рачун. Дакле, у нашем праву је онемогућено издавање хибридних обвезница без купона.

Разликујемо неколико врста замењивих обвезница и то замењиве обвезнице са *call* опцијом (енг. *convertible bond*, нем. *Wandelanleihe*), замењиве обвезнице са *put* опцијом (енг. *reverse convertible bond*, нем. *umgekehrte Wandelanleihe*), обавезујуће замењиве обвезнице (енг. *mandatory convertible bond*, нем. *Pflichtwandelanleihe*), условљено обавезујуће замењиве обвезнице (нем. *Bedingte Pflichtwandelanleihe*, енгл. *coco bonds* (енг. *contingent convertible bond*)), промењиве обвезнице (нем. *Umtauschanleihe*, енгл. *exchangeable bond*), обвезнице замењиве за варант (нем. *Optionsanleihe*, енгл. *warrant bond*).

Замењиве обвезнице са *call* опцијом (енг. *convertible bond*, нем. *Wandelanleihe*), дају право избора замене имаоцу обвезнице, који замењује своје право на исплату потраживања из обвезнице према емитенту, у акције.²⁷⁸ Право имаоца обвезнице није ничим ограничено, те је на њему избор да ли жели новац, или акције из нове емисије, како би прибавио акције под бољим условима од оних који тренутно владају на тржишту.²⁷⁹ У случају ове врсте обвезница, оне ће бити замењене само у случајевима да цена акција расте и да постоји разлика између цене која се остварује на тржишту и оне по којој се врши замена. Обрнути случај је тешко практично остварив. За разлику од замењивих обвезница са *put* опцијом, ове обвезнице су за емитента неповољније, јер се повећање капитала врши под лошим условима за самог емитента, јер он неће остварити емисиону премију (нем. *Agio, Premium*). Будући да овај тип замењивих обвезница има више погодности за власника обвезнице, овакве обвезнице би требале да имају и нешто мању каматну стопу, јер инвеститорима у обзир долази и зарада од пораста вредности акција на тржишту.

Код замењивих обвезница са *put* опцијом (енг. *reverse convertible bond*, нем. *umgekehrte Wandelanleihe*), право избора о доспелости обвезнице припада емитенту. Он може изабрати да исплати дуговани износ повериоцу по обвезници, или да свој дуг према повериоцима претвори у сопствени капитал.²⁸⁰ Ова врста обвезница је за инвеститоре неповољнија, будући да ће друштво увек изабрати да исплати обвезницу, уколико постоји простор за емисиону премију.

²⁷⁸Hans Christoph Grigoleit, et. all, *Aktiengesetz Kommentar*, München, 2013, S.1535.

²⁷⁹*Ibidem*.

²⁸⁰*Ibidem*.

Обавезујуће замењиве обвезнице (енг. *mandatory convertible bond*, нем. *Pflichtwandelanleihe*) су врста замењивих обвезница код којих је замена за акције обавезујућа на крају рока доспелости, те власници немају право на замену, већ обавезу да пристану на замену.²⁸¹ Ове обвезнице могу у упоредном праву бити издате како са купоном, тако и без купона.

Условљено обавезујуће замењиве обвезнице (нем. *Bedingte Pflichtwandelanleihe*, енг. *coco bonds (contingent convertible bond)*) су посебна врста замењивих обвезница, карактеристичне по томе да уколико се испуне одређени услови (енг. *triggers*), или долази до замене обвезница у акције и повећања основног капитала емитента, или долази до потпуног, делимичног, или привременог отписа дуга по обвезници.²⁸² Услов који се уговара је најчешће везан за курс акција емитента.²⁸³ Наиме, у случају да вредност акција емитента почне да опада, те при паду дође до вредности одређене условима издавања обвезнице, долази до замене страног финансирања у сопствени капитал, те емитент није оптерећен додатним обвезама да врши исплату обвезница по доспећу. Од власника замењивих обвезница се тражи да учествују у власништву над основним капиталом, у тренутцима када је само пословање емитента доведено у опасност. Дакле, конверзија зависи од наступања уговореног случаја, а не од воље имаоца оваквих обвезница. Друга још гора могућност је да приликом наступања уговореног случаја дође до отписа дуга емитента према власницима обвезница, када инвестиција пропада у целини или делимично. Ова врста *CoCo* обвезница (енг. *write-down CoCo bonds*) може доводити до трајног отписа дуга и губитка инвестиције (енг. *permanent-write-down-CoCo bonds*), или привременог отписа (енг. *temporary-write-down-CoCo bonds*) који ће трајати до тренутка док се не испуни неки други уговорени случај (енг. *trigger*), када се раније отписано потраживање опет активира.²⁸⁴ Ова врста обвезница је посебно постала омиљена код европских банака, будући да оне у случају опасности пружају могућност да се задовоље норме Базел III правила о висини обавезне капиталне резерве.²⁸⁵ Претходно наведено, од посебног је значаја за ЕУ, будући да су Базел III правила у оквиру ЕУ обавезујућа, што није иначе случај.

²⁸¹К. Ј. Нопт, С. Н. Сејбт, *et. all, op. cit.*, S. 33.

²⁸²Ralf Frank, “Contingent Convertible Bonds (CoCos)”, *DVFA Kompendium Contingent Convertible Bonds (CoCos)*, Vol. I, No. 1, p. 1.

²⁸³*Ibidem*, p. 3.

²⁸⁴К. Ј. Нопт, С. Н. Сејбт, *et. all, op. cit.*, S. 30.

²⁸⁵Schulman Allen, “Contingent Convertible Bonds”, *The CPA Journal*, New York, Vol. 84, Iss. 6, (Jun 2014), p. 52.

Промењиве обвезнице (нем. *Umtauschanleihe*, енг. *exchangeable bond*) су дужничке ХОВ, које заснивају право, односно обавезу, да потраживање према емитенту промене у акције неког другог друштва.²⁸⁶ Због додатног права на замену за акције, могу се смањити трошкови страног финансирања, јер инвеститори, због додатне шансе за зараду, односно изгледа за раст цене акција, постају спремни да истрпе нижу каматну стопу него иначе.²⁸⁷ Како би емитент могао да замени туђу акцију за обвезницу, он је прво мора прибавити, јер је наравно не може сам емитовати. Због тога, издавање овакве обвезнице, у пракси увек прати блок трговање акције за коју се врши замена.²⁸⁸ Модалитети прибављања ових акција могу бити различити, али је битно да су ова друштва повезана капиталом, а може се радити и о холдингу који издаје обвезнице које мења за акције своје ћерке фирме, или обратно, или о акцијама датим на позајмицу. Ове обвезнице се у упоредном праву најчешће издају из пореских разлога, стога уобичајена је пракса у СРН, да ћерка фирма регистрована у Холандији издаје обвезнице са правом замене за акције концерна оснивача.²⁸⁹

Обвезнице замењиве за варант (нем. *Optionsanleihe*, енг. *warrant bond*), су комбинација обвезнице и будућег права на упис акција, јер се уместо исплате дуговања по обвезници, може захтевати издавање варанта и у принципу оне имају исте предности и мане као и замењива обвезница.²⁹⁰ За инвеститора је овај тип обвезнице помало неизвестан уколико се одлучи за варант, будући да није познато у ком ће се правцу кретати цена акција емитента, те он може остварити екстрапрофит, или може чак и изгубити улог. Код овог типа обвезнице, избор је на страни имаоца обвезнице. И код ове врсте обвезница може се уговорити да се обвезнице не мењају за варанте емитента, већ за варант неког трећег лица, а најчешће ћерка фирма издаје обвезнице замењиве за варант концерна.²⁹¹

Претходно изнета подела замењивих обвезница није *numerus clausus*, будући да су могуће најразличитије комбинације претходно наведених врста обвезница. На пример, могуће је издавање обвезница са или без купона, са промењивом и фиксном каматом, право избора може бити дато једној или другој страни, па чак и неком трећем лицу, или могу бити регулисани случајеви у којим се аутоматски врши замена. Оваква

²⁸⁶S. Kümpel, *et. all, op. cit.*, S. 2141.

²⁸⁷*Ibidem.*

²⁸⁸*Ibidem.*

²⁸⁹W. Hölters, *et. all, op. cit.*, S. 1816.

²⁹⁰W. Goette, M. Habersack, S. Kalls, *et. all, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, S. 1034.

²⁹¹*Ibidem*, S. 1049.

разноврсност последица је правила да се законски никада не регулишу врсте хибридних обвезница које могу бити издате, већ само императивне норме које се морају испоштовати. Одређење карактеристика увек се ради аутономним актом емитента, који на тај начин прави избор коју врсту обвезница и са каквим својствима ће издати. Наравно овај избор се прави најчешће у интересу емитента, али узимајући у обзир услове на тржишту и сентимент инвеститора, како би емисија успела.

1.5.4.2 Покривене обвезнице

Овај тип обвезница (нем. *Pfandbriefe*, енг. *covered bonds*) изричито се не помиње у нашем позитивном законодавству, већ ЗТК исти подводи под секјуритизоване облике дуговања.²⁹² Покривену обвезницу²⁹³ можемо дефинисати као обвезницу обезбеђену пулом банкарских потраживања, уписаних у регистар покрића. Ово је специфична дужничка ХОВ, проистекла из поступка билансне секјуритизације, у оквиру којег се врши рефинансирање дугорочних „неликвидних“ банкарских пласмана,²⁹⁴ како би банка дошла до ликвидних средстава. Наше раније законодавство познавало је појам хипотекарне zaloжнице, које су дефинисане као обвезнице обезбеђене хипотеком, а њих емитују банке ради рефинансирања одобрених хипотекарних кредита.²⁹⁵ Међутим, овакво дефинисање није било тачно, а није било ни довољно детаљно да би се могло емитовати ово средство банкарског рефинансирања, јер није регулисан низ института који омогућују издавање овог типа обвезнице, попут регистра покрића (нем. *Deckungsregister*).²⁹⁶ Нетачност у дефиницији, постојала је будући да све обвезнице могу бити покривене хипотеком као средством обезбеђења, а не само овај тип. У том случају сам емитент и лица која желе да за њега гарантују дају своју непокретност под

²⁹²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 1, подтачка 2.

²⁹³У нашем праву не постоји опште прихваћен назив за ову врсту обвезница, будући да исте нису никада издаване. Могу се срести називи, хипотекарна zaloжница, покривена обвезница, гарантована обвезница. Буквални превод са немачког (нем. *Pfandbrief*) би био zaloжна обвезница, што опет није у потпуности тачан назив, јер и zaloга на покретним стварима може бити коришћена као обезбеђење, а овде се ради о залози на потраживањима најчешће према приватноправним субјектима, која су обезбеђена хипотеком на непокретности, или залози на авионима, или хипотеци на бродовима. Могуће је користити и залогу на потраживањима, према јавноправним лицима, а најчешће се користе комунални пласмани.

²⁹⁴У материји секјуритизације се често помиње појам неликвидних банкарских пласмана, или средстава, међутим, овај појам не треба лоше интерпретирати. Под овим појмом се не мисли на такозване лоше пласмане банке, код којих постоји мала шанса да се они наплате због неликвидности корисника кредита, већ на дугорочне пласмане, код којих је банка практично заробила свој новац, на један дуг период, те он услед тога постаје неликвидан, тј. неупотребљив за банку у периоду трајања кредита. Због тога се говори о неликвидним средствима.

²⁹⁵ЗХОВ, чл. 35.

²⁹⁶О ограничењима нашег позитивног права, која онемогућавају емисију погледати: Н. Крстић, „Могућност вршења билансне секјуритизације дуговања у Републици Србији путем издавања покривених обвезница“.

хипотеку, као средство обезбеђења исплате дуговања по обвезници.²⁹⁷ Међутим, код покривених обвезница у регистар се уписују банкарска потраживања, која у предметни регистар уписује сам емитент независно од воље корисника банкарских услуга (кредита). За разлику од нормалног покрића, ова актива је „укалупљена“ да пружи власницима покривених обвезница већу заштиту у случају банкротства емитента.²⁹⁸ Ова додатна заштита потиче од тога што је покриће овакве обвезнице значајно прецењено у односу на вредност емитованих обвезница. Додатно се захтева да слаби пул покрића буде замењен активом доброг квалитета кроз цело трајање обавезе из обвезнице, те одржавајући захтеван ниво препокривености, односно вишак активе за обезбеђење преко вредности обавеза из ХОВ.²⁹⁹ Овакав начин гаранције пружа практично стопроцентну извесност наплате, наравно уколико изостану злоупотребе.

У упоредном праву се не среће свеопшта дефиниција покривених обвезница, већ се на основу врсте покрића која улази у регистар поједине врсте ових ХОВ именују.³⁰⁰ У праву СРН је дата дефиниција емисионог посла са покривеним обвезницама (нем. *Pfandbriefgeschäft*), те се наводи да је то издавање покривених обвезница на основу: прибављених хипотека (нем. *Hypothekenspfandbriefe*), прибављених потраживања према јавноправним субјектима (нем. *Kommunalschuldverschreibungen, Kommunalobligationen, Öffentliche Pfandbriefe*), прибављених бродских хипотека (нем. *Schiffspfandbriefe*), прибављених залога на ваздухопловима (нем. *Flugzeugpfandbriefe*).³⁰¹

Покривене обвезнице се могу издати као ХОВ на име и на доносиоца, те у материјализованом и дематеријализованом облику, у форми појединачне ХОВ (нем.

²⁹⁷На жалост у нашем праву није могуће обезбедити ХОВ путем хипотеке, будући да је Закон о хипотеци, („Сл. гласник РС“, бр. 115/2005, 60/2015, 63/2015 – одлука УС и 83/2015, даље у фуснотама: ЗХ) ригидан и не допушта пренос хипотеке без нотарски обрађене исправе, те се захтева да и уговор којим се хипотека преноси испуњава захтеве форме за располагањем непокретностима, без обзира што је код ових уговора хипотека споредно право, које се преноси уз пренос основног потраживања. Ово је још један разлог зашто није могуће издати покривене обвезнице.

²⁹⁸Steven L. Schwarcz, „The Conundrum of Covered Bonds“, *The Business Lawyer*, Vol. 66, No. 3, p. 562.

²⁹⁹*Ibidem*, p. 563.

³⁰⁰У СР Аустрији, постоје два закона која се баве овом материјом : *Hypothekensbankgesetz – HypBG. vom 13. Juli 1899*, који регулише издавање покривених обвезница од стране хипотекарних банака, *Gesetz vom 21. Dezember 1927 über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (Pfandbriefgesetz)*, који регулише издавање јавних покривених обвезница од стране јавноправних кредитних институција. Банкарски систем СР Аустрије је изузетно компликован те исти осим универзалних банака познаје и специјализоване банке. Право Швајцарске Конфедерације покривене обвезнице регулише законом (*Schweizerisches Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930*) и једном уредбом (*Schweizerische Pfandbriefverordnung vom 23. Januar 1931*), те такође не даје дефиницију појма покривених обвезница. У раду је стављен нагласак на право СРН, будући да ова земља има систем универзалног банкарства и најновији закон, који регулише покривене обвезнице.

³⁰¹*PfandBG, Par. 1.*

Einzelurkunde), или збирне ХОВ (нем. *Sammelurkunden, Globalurkunde*).³⁰², а могу се издати као материјализоване и дематеријализоване, те као ХОВ на доносиоца. Као обезбеђење код покривених обвезница могу се јавити потраживања обезбеђена акцесорним и неакцесорним хипотекама. Наш систем не познаје неакцесорну хипотеку, већ само акцесорну. У праву СРН хипотека може бити акцесорна (нем. *Hypothek*) и неакцесорна (нем. *Grundschild*).³⁰³ Неакцесорну хипотеку познаје и право Швајцарске Конфедерације, где се хипотекарно писмо (нем. *Schuldbrief*) може издати и у облику ХОВ (нем. *Papier-Schuldbrief*),³⁰⁴ док право СР Аустрије познаје само акцесорну хипотеку. У праву СРН, уколико се неакцесорна хипотека издаје у облику ХОВ, она може гласити само на доносиоца,³⁰⁵ а постоји могућност да се накнадно претвори у ХОВ на име.³⁰⁶ Такође, постоји посебан облик неакцесорне хипотеке- сигурносна неакцесорна хипотека (нем. *Sicherungsgrundschuld, Zweckvereinbarung*)³⁰⁷ код које постоји делимична акцесорност,³⁰⁸ те је она везана за судбину основног потраживања, а ништавност истог повлачи посредно и њен престанак.³⁰⁹

Битно је навести да у исти регистар покрића могу бити уписане и неакцесорне и акцесорне хипотеке,³¹⁰ те се обе врсте могу користити за масу покрића у једној емисији.³¹¹ Практично и у једној и у другој ситуацији потраживање мора бити у поседу банке, како би се у случају стечаја из истог могло наплатити потраживање власника обвезница, јер би овакво потраживање било обезбеђено, те би се исто наплаћивало из активе у регистру.³¹²

³⁰²PfG, Art. 7, Abs. 1; DepotG, Par. 9a; WpHG, Par. 2, Abs 1.

³⁰³Више: Harm Peter Westermann, Barbara Grunewald, Georg Maier-Reimer, *Erman Bürgerliches Gesetzbuch*, Köln, 2017, S. 4291-4336.

³⁰⁴Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB), vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Januar 2020), Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 28. Mai 1904.(даље у фуснотама: ZGB), Art. 860.

³⁰⁵BGB, Art. 234 und 1195.

³⁰⁶BGB, Par. 806. За више погледај поднаслов: Хипотека.

³⁰⁷BGB, Par. 1192, Abs. 1a, S. 1.

³⁰⁸Овде се ради о издатој неакцесорној хипотеци (нем. *Grundschild*), која се уговором (нем. *Sicherungsvertrag*) даје у залогу за плаћање дуговања банци. Када се отплати потраживање из уговора, власник неакцесорне хипотеке има право да тражи њено враћање. Такође, уколико је основни уговор којим се успоставља потраживање ништав, то повлачи ништавост уговора о залози (нем. *Sicherungsvertrag*), те обавезу враћања неакцесорне хипотеке власнику земљишта.

³⁰⁹H. Peter Westermann, B. Grunewald, G. Maier-Reimer, *op. cit.*, S. 4292.

³¹⁰PfandBG, Par. 18, Abs. 1.

³¹¹Rainer Smola, *PfandBG Kommentar*, Berlin, 2017, S. 63.

³¹²PfandBG, Par. 18, Abs 2.

1.5.4.3 Партиципативне обвезнице

Партиципативне обвезнице³¹³ дају право на учешће у добити коју остварује њихов емитент. Овај тип ХОВ у нашем позитивном праву и пракси није познат, али би се исте могле подвести под секјуритизоване облике дуговања, које спомиње ЗТК,³¹⁴ будући да су продукт поступка ванбилансне секјуритизације. У ЗХОВ су партиципативне обвезнице биле дефинисане као тип обвезница које имаоцу, поред камате, дају право и на дивиденду, у складу са одлуком о емисији.³¹⁵ Међутим, овакво дефинисање је погрешно, будући да ове ХОВ не дају право на дивиденду и камату, већ право на добит, која се периодично исплаћује и то без доношења одлуке о расподели. У упоредном праву се партиципативне обвезнице (нем. *Teilgewinnanleihen*) обично законски не дефинишу, већ се јављају као посебан вид обвезнице, чије се специфичности регулишу при емисији у оквиру општих условима обвезнице. Наравно, правни систем их омогућава, будући да не постоје императивне норме које забрањују њихово издавање, као ни поступак ванбилансне секјуритизације. У нашем позитивном праву не постоји дефиниција обвезнице, те самим тим није спречено њихово емитовање, али сам поступак ванбилансне, али и билансне секјуритизације није могуће извршити због забране цесије банкарских потраживања, те последично ни издавање ових обвезница није могуће.

У упоредном праву су партиципативне обвезнице изузетно честе и њихов удео у емитованим ХОВ је изузетно висок, будући да се издају у поступку ванбилансне секјуритизације. Ради се о врсти хибридне обвезнице, јер се поред потраживања према емитенту инкорпорише и једно корпоративно право. Ова обвезница нема номинални износ, будући да не постоји главница и камата која се исплаћује, већ иста у себи инкорпорише одређени проценат учешћа у добити емитента, који може бити временски ограничен или неограничен. Будући да се фактички ради о прометовању једног корпоративног права и то права на добит, а купци истих не учествују у одлучивању код емитента, већ пословање ДСН (нем. *Zweckgesellschaft*, енг. *special purpose whicle*)

³¹³За овај тип ХОВ у нашој правној, али и економској литератури се најчешће користи термин хипотекарна упутница, а који није тачан, будући да асигнација није основа овог посла. Забуна је вероватно настала будући да у ширем смислу гледано постоје три стране у овом типу емисионог посла, али које за разлику од асигнације нису у правном односу једна са другом, што је последица комисионог посла.

³¹⁴ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 1, подтачка 2.

³¹⁵ЗХОВ, чл. 37.

фактички води оригинатор (енг. *originator*),³¹⁶ мора постојати установљен начин контроле. Као и код осталих типова обвезница интересе власника ће штити скупштина власника обвезница, али и повереник (енг. *trustee*, нем. *Treuhänder*). Због тога, пре но што пошаље јавни позив за упис ХОВ, емитент закључује уговор са трећим независним лицем, повереником, који се констатује у општим условима обвезнице. Повереник уговор закључује у име будућих власника дужничких папира, а он треба да контролише ДСН и оригинатора и да штити интересе купаца уз скупштину власника обвезница, а у оквиру општих услова обвезнице се ова чињеница наводи.

Будући да овако постављене обвезнице не би имале веће интересовање јавности, оне увек морају бити обезбеђене, што се постиже путем ефекта водопада (енг. *waterfall effect*), али и класичним средствима обезбеђења. Овај ефекат се постиже тако што се сав новац који је приходован од стране ДСН-а исплаћује на основу редоследа приоритета, односно транши (енг. *tranches*), те након што се исплате приоритетне обвезнице, долази до исплате каснијих субординисаних обвезница.³¹⁷ Дакле, не ради се о обезбеђењу у класичном правном слислу, али се на овај начин ефикасно обезбеђује исплата такозваних *Senior* транши. Овај метод се примењује код структурисане ванбилансне секјуритизације, код које долази до расподеле новца, по унапред одређеним правилима за сваку траншу партиципативних обвезница. Структурисање је најчешће по року доспелости и по приоритету у плаћању добитка из кредитног пословања (субординисаности). Што се тиче класичног обезбеђења, по правилу се путем персоналних средстава обезбеђења гарантује одређена добит у току времена. Овакво обезбеђење може бити дато за целокупну емисију, или само за поједине транше, а често се јавља вишеструко обезбеђење.

1.5.5 Варанти

Варант (енг. *warrant*, нем. *Optionsschein*) у себи интегрише право опције, да се у оквиру предвиђеног рока одређени објект избора може стећи, или отуђити по унапред одређеној цени.³¹⁸ Ради се о шпекулативној ХОВ, али и средству за финансијски

³¹⁶Појам оригинатор, потиче из америчког права, у значењу лица које покреће поступак секјуритизације и у чијем се интересу цео поступак води. Овај израз је прихваћен и у другим државама, као име за комитента из секјуритизације, како би се указало на посебност поступка секјуритизације, те исти одвојио од комисионог посла. Стога ће и у овом раду бити коришћен појам оригинатор.

³¹⁷Moograd Choudhry, *et. all, Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation*, Toronto, 2010, p. 416.

³¹⁸Hartmut Sieper, *Handbuch Vermögensanlage*, Wiesbaden, 1992, S. 239.

хеџинг.³¹⁹ Шпекулативна је будући да инвеститор купује само право избора, те уколико одлучи да инвестира он ће активирати своју опцију и купити, или уписати ХОВ на коју гласи варант и уплатити раније договорену цену, али уколико му уговорена цена није одговарајућа он ће пустити варант да пропадне. С друге стране, уколико једно друштво има у свом поседу ХОВ другог друштва, те жели да се обезбеди од промена цене те активе, односно да изврши хеџинг, оно може издати варанте са *put* опцијом који носе право на продају оноликог броја акција које то друштво поседује, те исте активирати ако цена падне. Поред тога варанти се могу користити и као средство исплате бонуса за управу,³²⁰ као и за покровитеља, у случају емисије уз покровитељство.³²¹

У упоредном праву варанти имају дугачку традицију, будући да се настанак вараната као ХОВ везује за трговину тулипанима у седамнаестом веку.³²² Развој нове врсте тулипана тада је у просеку трајао седам година, а како би се овај развој финансирао, узгајивачи тулипана су дошли на идеју да продају не само тулипане, већ и право на њихову куповину чим на тржиште дође нова врста, а то је урађено управо са варантима.³²³

Интегрисано право опције у ХОВ се састоји у томе да се у току одређеног рока могу купити, или продати акције одређеног друштва по унапред одређеној цени,³²⁴ али и обвезнице и друге ХОВ, па чак и најразличитија роба.³²⁵ Иначе, варант као ХОВ треба разликовати од опције као финансијског деривата који је уговор, поред тога што оба ова финансијска инструмента садрже право избора и имају сличну функцију. Разлика је у томе што је опција уговор састављена од стране берзе, док садржину ХОВ одређује емитент. Наравно постоје бројне разлике у погледу поступка настанка, прометовања и сл, а које су последица тога да је варант ХОВ а не уговор. Као што је претходно речено, емитент не мора нужно бити издавалац ХОВ поводом којих је интегрисано право опције у варанту, већ се може обавезати да ће испоручити ХОВ концерну чији је члан,

³¹⁹Више: Rüdiger Götte, *Der Weg zum erfolgreichen Investment mit Optionsscheinen: eine Einführung in Optionsschein Theorie*, Marburg, 2003, S. 19.

³²⁰В. Марјански, С. Фишер Шобот, *op. cit.*, стр. 109.

³²¹Више: Christopher B. Barry, Chris J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens, “Underwriter warrants, underwriter compensation, and the costs of going public” *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, Iss. 1, March 1991, p. 113-135; Craig G. Dunbar, “The use of warrants as underwriter compensation in initial public offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Iss. 1, May 1995, p 59-78.

³²²R. Götte, *op. cit.*, S. 3

³²³*Ibidem.*

³²⁴Gerd Weger, *Optionsscheine als Anlagealternative*, Wiesbaden, 1985, S. 11.

³²⁵*Ibidem*, S. 12.

ћерке фирме, или неког другог лица.³²⁶ Могуће је да ћерка фирма регистрована у иностранству изда варанте за стицање замењивих обвезница које дају право на упис акција матичног привредног друштва.³²⁷ Дакле, интегрисана опција може бити изузетно сложена.

Варанате можемо поделити на оне који носе право на куповину (енг. *call option*) и оне који носе право на продају (енг. *put option*). Потом, с обзиром на објекат који је интегрисан у ову хартију, разликујемо варанте који гласе на акције емитента (нем. *Aktien-Optionsscheine*, енг. *naked warrants, traditional warrants*), покривене варанте (енг. *covered warrants*),³²⁸ варанте који гласе на индексну корпу (нем. *Index-Optionsschein*, енг. *index warrants*),³²⁹ варанте који гласе на обвезнице (енг. *bond warrants*, нем. *Zinsoptionsscheine*), варанте који гласе на валуту (нем. *Währungsoptionsscheine*, енг. *currency warrants*) и варанте који гласе на сировине (нем. *Rohstoffoptionsscheine*, енг. *commodity warrant*).³³⁰ С обзиром на комплексност интегрисаних права, постоји подела на стандардне (енг. *plain-vanilla-warrant*) и на егзотичне (нем. *exotische Optionsscheine*, енг. *exotic warrants*).³³¹

У нашој пракси (од деведесетих година двадесетог века) ова ХОВ никада није емитована, али она јесте у законодавству дефинисана. ЗПД наводи да је варант ХОВ која њиховом имаоцу дају право на стицање одређеног броја акција одређене врсте и класе по одређеној цени, одређеног дана или у одређеном периоду.³³² Битно је навести да ЗПД не ограничава издавање другачијих вараната, већ само дефинише варанте на акције, са *call* опцијом. С друге стране, ЗТК говори о преносивој ХОВ која даје право на стицање или продају друге ХОВ, или на основу које се може обављати плаћање у новцу, а чији се износ утврђује на основу преносиве ХОВ, валуте, каматне стопе,

³²⁶*Ibidem*, S. 12.

³²⁷*Ibidem*, S. 12. Чест је случај да немачка привредна друштва региструју ћерке фирме у Краљевини Холандији, које врше издавање дужничких ХОВ за матични холдинг, због бољег пореског третмана. На пример, то чини *BASF SE*, преко своје ћерке фирме *BASF Overseas N.V.*, регистроване на Холандским Антилима.

³²⁸Покривени варанти су карактеристични по томе, што се ХОВ које се користе као објекат варанта, налазе у депозиту, те их емитент поседује у тренутку емисије варанта, што доприноси сигурности.

³²⁹У овом случају, ради се о варанту, који у себи има интегрисане ХОВ из једне групе (корпе) ХОВ, најчешће берзански формиране корпе ХОВ, које се узимају као репери за кретање тржишта.

³³⁰Види: R. Götze, *op. cit.*, S. 14-18.

³³¹<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fazfinance/optionsscheine/basiswissen/basiswissen-optionsscheine-optionsscheintypen-fragen-und-antworten-148306.html>, сајт посећен 29.07.2018. године.

³³²ЗПД, чл. 262, ст. 2. Интересантно је да ЗХОВ, уопште није регулисао варанте, као ХОВ којом се може трговати на тржишту капитала. Дакле, до доношења ЗТХОВ, у домаћем праву није постојала регулација, али се овај тип ХОВ могао теоријски емитовати, применом аутономије воље, будући да није било когентних прописа.

приноса, робе, индекса, или других одредивих вредности.³³³ На овај начин ЗТК даје много ширу дефиницију од оне у ЗПД, а која је усклађена функцији која ова ХОВ има у упоредном праву и врстама вараната који се могу емитовати. Дакле, могуће је издавање вараната који би гласили на друге ХОВ, или чак робу, а не само на акције, будући да то ни један закон не забрањује, али и не регулише. Ово није редак случај, будући да се и у праву СРН варанти не дефинишу, те се сходно примењују прописи везани за променљиве обвезнице.³³⁴

ЗПД не дефинише минималну емисиону цену вараната, за разлику од замењивих обвезница. Варанти могу бити замењиви за обичне и за преференцијалне акције. Могу се издати и варанти који гласе на замену класе преференцијалних акција које још не постоје, при чему ова класа акција и мора бити и одобрена.³³⁵ Пре емисије вараната мора се тренутним акционарима омогућити право прече куповине, како се њихова дотадашња права не би смањила.³³⁶ Ово право се може искључити у случају да се ради о приватној понуди, док то није могуће у случају јавне понуде ХОВ.³³⁷ Варанти се могу уписати само путем новчаног улога.³³⁸ Као и код замењивих обвезница, да би једно друштво издало варант на акције које ће емитовати, мора бити извршено условно повећање основног капитала, а износ овог повећања у моменту доношења одлуке о повећању не може бити већи од 50% основног капитала друштва.³³⁹ Такође, уколико се врши замена за преференцијалне акције мора се водити рачуна да укупна номинална вредност издатих и одобрених преференцијалних акција не може бити већа од 50% основног капитала друштва.³⁴⁰ Што се тиче рока доспелости ових вараната, он мора бити у сагласности са одлуком о условном повећању основног капитала.³⁴¹

1.5.6 Депозитне потврде

Депозитне потврде (енг. *depository receipts*, нем. *Hinterlegungsschein*, *Hinterlegungszertifikat*) се у нашем правном систему спомињу само у ЗТК, који у преносиве ХОВ сврстава депозитне потврде које се односе на акције,³⁴² обвезнице и

³³³ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 2, подтачка 3.

³³⁴G. Weger, *op. cit.*, S. 11.

³³⁵ЗПД, чл. 255, ст. 1, тач. 5, у вези са тач. 1.

³³⁶ЗПД, чл. 251, ст. 1, тач. 4; ЗПД, чл. 253, ст. 4.

³³⁷ЗПД, чл. 278, ст. 1.

³³⁸ЗПД, чл. 262, ст. 7.

³³⁹ЗПД, чл. 301, ст. 2.

³⁴⁰ЗПД, чл. 253, ст. 2.

³⁴¹ЗПД, чл. 302, ст. 1, тач. 3.

³⁴²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 1.

друге облике секјуритизованог дуга,³⁴³ док их други прописи не познају.³⁴⁴ Депозитне потврде се не спомињу чак ни у Правилима пословања Централног регистра ХОВ, те ЦРХОВ не дефинише начин на који се могу депоновати ХОВ у циљу издавања депозитних потврда у иностранству. Стога је практично онемогућено депоновање ХОВ у РС. У Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (даље у тексту: ЗТХОВ) депозитне потврде су биле дефинисане као ХОВ издате од стране банке, која поседује иностране акције, или обвезнице депоноване код банке у иностранству, а које представљају домаћи еквивалент иностраних акција или обвезница, односно садрже истоветна права и обавезе као и иностране ХОВ на које се односе.³⁴⁵ У нашој пракси ове ХОВ нису издаване, те су непознаница, а у ЗХОВ ова ХОВ није ни постојала. У праву СРН ове ХОВ су дефинисане као ХОВ које интегришу право власништва на ХОВ које су уврштене у трговање, а издате су од емитента са седиштем у иностранству, те су подобне за трговање на тржишту капитала независно од ХОВ тог емитента у иностранству.³⁴⁶ По правилу се издају депозитне потврда које гласе на акције, а само изузетно на преостале ХОВ. Пракса издавања депозитних потврда је развијена у САД, будући да стране компаније врше издавање овог типа ХОВ да би диверсификовали своје чланство и прикупили додатни капитал.³⁴⁷

Емитент депозитне потврде је увек домаћи финансијски посредник, а на основу депозита ХОВ поводом којих се врши издавање.³⁴⁸ Међутим, закон усваја фикцију да се и у овом случају емитентом сматра лице које је извршило емисију ХОВ које су депоноване.³⁴⁹ При њиховом издавању објавује се проспекат одобрен у земљи издавања ХОВ, а КХОВ се доставља примерак уговора између страног издаваоца и кредитне институције овлашћене да послује у РС, а која ће издати депозитне потврде, као и писана потврда од надлежног органа матичне земље да депозитне потврде носе право на ХОВ које се нуде у матичној земљи издаваоца на основу одобреног проспекта,

³⁴³ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 2.

³⁴⁴Закон о банкама („Сл. гласник РС“, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015) говори о депозиту, али не о депозиту ХОВ, већ о депозиту новца, будући да у дефинисању појма депозита упућује на Закон о осигурању депозита, којим се уређује осигурање новчаног депозита. ЗОО регулише депозит ХОВ (ЗОО, чл. 1047 до 1051.), али не предвиђа могућност да се издају депозитне потврде као ХОВ, а на основу депонованих ХОВ.

³⁴⁵Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Сл. гласник РС“, бр. 47/2006, даље у фуснотама: ЗТХОВ), чл. 21, ст. 1, тач. 4.

³⁴⁶WpHG, Par. 2, Abs. 31.

³⁴⁷Humayun Kabira, Kabir Hassan, Neal Maroney, “International diversification with American Depository Receipts (ADRs)”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19, Iss. 1/2011, p. 98.

³⁴⁸Треба направити разлику, између емитента депозитне потврде и емитента ХОВ, која се налази у депозиту, будући да су то два различита лица.

³⁴⁹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38. Фикција је направљена, како би се могао користити проспекат емитента ХОВ на коју депозитна потврда гласи.

односно којима се тргује на регулисаном тржишту.³⁵⁰ Дакле, КХОВ у суштини проверава само да ли су тачни подаци из депозитне потврде, те да ли постоји покриће за њихово издавање. Не постоји контрола саме садржине проспекта, будући да ХОВ, која је основа за издавање депозитне потврде, издата и котирана у иностранству, према иностраним правилима. У праву ЕУ, постоји обавеза одобравања проспекта за депозитне потврде, те није довољно да је проспект за ХОВ на које депозитна потврда гласи одобрен у трећој држави.³⁵¹

Уколико емитент из Србије жели да изда депозитне потврде у иностранству, а поводом ХОВ које су издате у РС и ако је одобрен проспект за јавну понуду, или укључење на регулисано тржиште, или МТП у РС, у том случају је потребно да се КХОВ благовремено обавестити, а поводом дужничких ХОВ чак ни оваква обавеза није неопходна.³⁵² Међутим, постоји проблем при депоновању ХОВ, будући да ЦРХОВ не предвиђа поступак за депоновање ХОВ у циљу *loro* емисије депозитних потврда, те је оваква емисија онемогућена.

1.5.7 Инструменти тржишта новца

ЗТК дефинише да су инструменти тржишта новца финансијски инструменти којима се обично тргује на тржишту новца, као што су трезорски, благајнички и комерцијални записи и сертификати о депозиту. Међутим, закон не даје појединачну дефиницију нити једног од њих. ЗТК не сврстава инструменте тржишта новца у дужничке ХОВ.³⁵³ Такође, не дефинише ни да ли се ради о ХОВ уопште, што је очигледан пропуст законодавца. У ранијем позитивном законодавству је било јасно дефинисано да се ради о краткорочним ХОВ, што је сада изостало.³⁵⁴ ЗТК у делу у којем наводи садржину дужничких ХОВ, наводи да се он примењује на обвезнице и друге дужничке ХОВ,³⁵⁵ а дужничке ХОВ се дефинишу као обвезнице и други преносиви секјуритизовани инструменти дуга.³⁵⁶ Дакле, на основу овакве регулације могли би закључити да се не ради о ХОВ. Међутим, не постоји *nummerus clausus* ХОВ,

³⁵⁰ЗТК, чл. 39, ст. 2 и 5.

³⁵¹Види: Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission.

³⁵²ЗТК, чл. 40, ст. 1 и 3.

³⁵³ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 36.

³⁵⁴ЗХОВ, чл. 2; ЗТХОВ, чл. 2, ст. 1, тач. 3.

³⁵⁵ЗТК, чл. 8, ст. 2.

³⁵⁶ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 36.

те се ради о пропусту који није значајан са становишта праксе, будући да је за емитовање ХОВ битно да се при емитовању испуне законски услови који се траже за ХОВ.

Назив инструменти тржишта новца је нов и он се не може срести у ЗТХОВ, нити у ЗХОВ. За инструменте тржишта новца карактеристично је да се њима, пре свега тргује на ОТЦ тржишту, а што је последица њихове кратке рочности, али нема законских сметњи да се исте уврсте у трговање на регулисаном или МТП тржишту. Међутим, то би због трошкова и кратке рочности било практично тешко изводљиво. Инструменти тржишта новца се могу пласирати како путем јавне,³⁵⁷ тако и приватне понуде. Путем приватне понуде пласирање би по правилу ишло преко међубанкарског тржишта, а јавна преко пласирања на ОТЦ тржишта. Уколико се пласирање врши путем јавне понуде, ограничавајући фактор је издавање самог проспекта, што због рочности и функције краткорочног финансирања ликвидности отежава емисију. Стога, јавну понуду је најбоље обавити у случајевима када закон предвиђа изузетак од потребе одобравања и објављивања проспекта. Инструменти тржишта новца као и дужничке ХОВ које издају домаћи и страни издаваоци могу бити изражени у РСД, или у страниј валути.³⁵⁸ У нашој пракси инструменте тржишта новца и то благајничке записе³⁵⁹ често емитује НБС, што пре свега зависи од потреба монетарне политике.

1.5.7.1 Благајнички запис

У нашем позитивном праву не постоји дефиниција благајничких записа (енг. *central bank bills*), а ЗТК их само спомиње као инструменте тржишта новца и не наводи да ли се ради о ХОВ и ко може бити емитент. У ранијем законодавству, постојала је дефиниција која је наводила да су благајнички записи краткорочне ХОВ које се емитују ради прикупљања новчаних средстава, а могу их емитовати НБС, комерцијалне банке и друге финансијске организације.³⁶⁰ НБС је својим подзаконским прописима уредила питање емисије благајничких записа, док се поставља питање да ли их још неко може емитовати и да ли се ради о ХОВ. НБС је у својој ОПКХ предвидела да су благајнички записи ХОВ, али не постоји ограничење у погледу тога да их само НБС може издати.

³⁵⁷Јавна понуда ХОВ, је свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини, или упису ових ХОВ, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја ХОВ преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента. ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37.

³⁵⁸ЗТК, чл. 9, ст. 3.

³⁵⁹Емисија се врши на основу: ОУПКХОВ.

³⁶⁰ЗХОВ, чл. 43.

Стога, можемо заузети став да ове ХОВ могу издати и други емитенти, будући да не постоји когентни пропис који то забрањује.

Према ОПКХ, благајнички записи су дематеријализоване ХОВ на име, изражене у РСД, које издаје НБС у складу са утврђеним циљевима монетарне политике, а на основу анализе остварених и пројектованих монетарних кретања, са роком доспећа до 366 дана од дана њиховог издавања.³⁶¹ Када их издаје НБС, они имају сврху регулације количине новца у оптицају и користе се као мера монетарне политике, у циљу ограничавања инфлације и флукуација на валутном тржишту. Будући да се ради о мери монетарне политике, каматна стопа која се плаћа на ове ХОВ је једнака референтној каматној стопи НБС. У оквиру ОПКХ постоји одредба која наводи да само комерцијалне банке могу бити власници благајничких записа и то како у примарној трговини, тако и у секундарној трговини.³⁶² Овакво решење је проблематично, будући да се укида негоцијабилност ХОВ, као њена основна карактеристика, и поставља се питање да ли је оваква одлука законита, или благајнички записи нису ХОВ.

У упоредном праву, тип ХОВ којим се врши регулисање монетарне политике назива се трезорски запис (енг. *treasury bill*), што важи за САД и за ЕУ. Дешава се да неке земље попут Кине, Чилеа, или Индонезије користе *central bank bills*, али и *treasury bills*, у функцији регулације монетарне политике, што може водити фрагментацији тржишта, опадању прихода централне банке и повећању јавног дуга.³⁶³ Међутим, већина централних банака ипак користи *treasury bills* за потребе монетарне политике.³⁶⁴ У СРН се као инструмент монетарне политике користи ХОВ, која је до 1974. године називана благајничком меницом (нем. *Schatzwechsel*), а након тога трезорским записом³⁶⁵ (нем. *Schatzanweisungen*).³⁶⁶ Битно је навести да се у свим претходно наведеним случајевима ради о ХОВ са истом функцијом и карактеристикама, али другачијим називом.

³⁶¹ОУПКХОВ, чл. 2 до 4.

³⁶²ОУПКХОВ, чл. 7.

³⁶³Junesuh Yi, „Treasury Bills and Central Bank Bills for Monetary Policy“, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, No. 109/2014, p. 1256.

³⁶⁴*Ibidem*.

³⁶⁵Тачан превод немачке речи *Schatzanweisung* је трезорска упутница, да се не би правила забуна у раду је коришћен назив трезорски запис.

³⁶⁶Helmut Kern, *Monetäre Wirkungen der Staatsverschuldung Konsequenzen für das Debt Management*, Berlin, 1981, S. 36.

1.5.7.2 Трезорски и државни записи

У оквиру ЗТК, поменуто је постојање трезорских записа (енг. *treasury bills*³⁶⁷, нем. *Schatzanweisungen*³⁶⁸), као инструмента тржишта новца,³⁶⁹ али није наведено да ли се ради о ХОВ. Трезорски записи служе за краткорочно покриће неликвидности државног буџета и емитује их обично Министарство финансија, а ове ХОВ се у финансијски развијеним државама користе и као средство монетарне политике и може их издавати централна банка.³⁷⁰ У САД се ове ХОВ издају са роком доспећа до 52 недеље.³⁷¹ У нашем ранијем законодавству трезорски запис се не дефинише, али се дефинише државни запис који има исту функцију.³⁷²

ЗХОВ државни запис дефинише као краткорочну ХОВ која се емитује ради прикупљања новчаних средстава за премошћавање временске неусклађености између претицања прихода и извршавања расхода савезног буџета и буџета република чланица, а обавезе по њима доспевају за наплату најдоцније до краја буџетске године.³⁷³ Државни запис се дефинише путем УЕРХПТ, а први пут је емитован 2003. године путем Управе за трезор.³⁷⁴

УЕРХПТ конфузно рефулише државне записе, будући да наводи да су државни записи државне ХОВ са роком доспећа до две године без купона.³⁷⁵ С друге стране наводи да се дугорочне државне ХОВ могу емитовати у форми обвезница, или државних записа рочности до две године, са дисконтом или премијом, што се утврђује одлуком о емисији.³⁷⁶ Регулација је лоше урађена, будући да се у дефиницији наводи да су државни записи ХОВ без купона, да би се већ у следећем члану наводило да могу бити издати и са купоном. Терминолошки је лоша регулација, јер се користе појмови без купона и дисконт који су синоними, а требало би користи један назив. Са друге

³⁶⁷Потребно је разликовати *treasury bills* и *treasury notes*, будући да се у другом случају ради о обвезници са роком доспећа до 10. година, док се за дужничке ХОВ са роком доспећа већим од 10 година користи израз *treasury bond*.

³⁶⁸У праву СРН, од државних ХОВ, које служе за рефинансирање, најмањи рок доспећа имају амортизациони трезорски записи (нем. *Unverzinsliche Schatzanweisungen*) и то од 6 месеци до 12 месеци, потом купонски трезорски записи (нем. *Schatzanweisungen, Bundesschatzanweisungen*) до 2 године, а државне облигације (нем. *Bundesobligationen*) 5 до 10 година, након чега долазе обвезнице са роковима преко 10 година.

³⁶⁹ЗТК, чл. 2, ст 1, тач 3.

³⁷⁰J. Yi, *op. cit.*, p. 1256.

³⁷¹<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=billrates>, сајт посећен 01.08.2018. године.

³⁷²ЗХОВ, чл. 2 и 42.

³⁷³ЗХОВ, чл. 44, ст. 1.

³⁷⁴http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=4226&change_lang=ls, сајт посећен 01.08.2018. године.

³⁷⁵УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 4.

³⁷⁶УЕРХПТ, чл. 3, ст. 3.

стране, наводи се да су државни записи дугорочне ХОВ са роком доспећа од две године, који је карактеристичан за краткорочне, а по неким класификацијама за средњорочне ХОВ.

1.5.7.3 Комерцијални записи

Комерцијални записи (енг. *commercial paper*, нем. *Handelspapier*) су краткорочне амортизационе ХОВ, које издају привредна друштва у циљу краткорочног финансирања, а обично нису додатно покривене неким средством обезбеђења. Њима се постиже краткорочно покривање неликвидности. ЗТК комерцијалне записе само узгредно помиње³⁷⁷ и као у случају осталих инструмената тржишта новца, изричито не наводи да ли се ради о ХОВ, нити их сврстава у дужничке ХОВ. У ранијем законодавству постојала је дефиниција, која је наводила да су комерцијални записи краткорочне ХОВ, које се емитују од стране правних лица, ради прикупљања новчаних средстава.³⁷⁸ Комерцијални записи се могу пласирати путем приватне и јавне емисије. Овај тип ХОВ код нас је емитован 2001. године од стране Мобтел Србија доо Београд са вредношћу емисија од 180 милиона РСД,³⁷⁹ у БиХ 2011. године од стране привредног друштва ФИС доо Витез у износу од 1 милиона КМ,³⁸⁰ а у Р. Словенији 2014. године од стране Горење Д.Д. Велење у износу од 35 милиона евра.³⁸¹

У САД су Комерцијални записи обично амортизационе ХОВ, чија камата је нешто виша од камате на трезорске записе исте доспелости, али нешто нижа од камате на краткотрајне међубанкарске позајмице попут *LIBORA*.³⁸² Њих могу издавати корпорације саме, или путем агента, а њихова негоцијабилност је мала, будући да их инвеститори држе до доспелости.³⁸³ Како би се избегли трошкови везани за обавезе проспекта и одобравања од стране *SEC*, комерцијални папири морају испунити три услова: да доспелост не сме бити већа од 270 дана, а у пракси је то од 90 дана, да нису окренути свим инвеститорима, већ пре свега професионалним инвеститорима, због чега им је деноминација већа од 100.000,00 \$ и да емисија мора бити за потребе покрића

³⁷⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач 3.

³⁷⁸ЗХОВ, чл. 43.

³⁷⁹<http://arhiva.glas-javnosti.rs/arhiva/2001/01/17/srpski/E01011601.shtm>, сајт посећен 28.07.2018. године.

³⁸⁰<https://ba.ekapija.com/news/346534/na-naplatu-dospjeli-komercijalni-zapisi-emitenta-fis-vitez>, сајт посећен 28.07.2018. године.

³⁸¹<https://ba.ekapija.com/news/877440/gorenje-plasiralo-komercijalne-zapise-vrijedne-35-mil-eur>, сајт посећен 28.07.2018. године.

³⁸²Marcin Kasperczyk, Philipp Schnabl, “When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 1, Winter 2010, p. 31.

³⁸³*Ibidem*, p. 31.

тренутних потреба.³⁸⁴ Ова врста ХОВ често се купује од стране фондова, јер их издају велике корпорације, уз кратку доспелост, због чега се сматрају сигурном инвестицијом.

1.5.7.4 Сертификат о депозиту, штедне обвезнице, штедни записи

Сертификат о депозиту (енг. *certificate of deposit*, нем. *Depositenzertifikat*) ЗТК узгредно помиње, као и остале инструменте тржишта новца, не сматра их дужничким ХОВ и не дефинише их као ХОВ. У ранијем законодавству, постојала је законска дефиниција да је сертификат о депозиту ХОВ, коју издаје банка или друга финансијска институција,³⁸⁵ којом се емитент обавезује да ће имаоцу сертификата исплатити износ депонованих средстава са припадајућом каматом, у утврђеном року.³⁸⁶ Могао се издавати као краткорочна или дугорочна ХОВ, са или без купона, са фиксном или варијабилном каматом.³⁸⁷

Основна идеја сертификата је да банка прибави додатна слободна новчана средства, по основу новчаног депозита, односно штедње. С тим да за разлику од штедње или уговора о новчаном депозиту, штедиша односно депонент, купује сертификат о депозиту, уместо склапања уговора са банком. Овај тип ХОВ се најчешће емитује јавном понудом ХОВ, како би банка могла да обавести што више потенцијалних улагача, слично као код обвезнице. Како би се снизили трошкови овакве емисије, она се уподобљава прописаним случајевима када није неопходно састављање и одобравање проспекта.³⁸⁸ За разлику од обвезнице, ове ХОВ имају исте каматне стопе као одговарајући депозит или штедња. Рочност ове ХОВ је најчешће краткорочна, а само изузетно средњерочна. Овај тип ХОВ, под овим називом, у нашој пракси никада није емитован од стране комерцијалних банака.

Ова врста ХОВ посебно је развијена у САД, где су овакве ХОВ гарантоване, као и сваки други новчани депозит, или штедња, код *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* и то до износа од 250.000,00 \$ по једној ХОВ.³⁸⁹ У САД је карактеристично да велике, добро познате банке користе сертификате о депозиту, како би скупиле средства изван њиховог географског реона пословања.³⁹⁰ Банка може скупити додатна средства,

³⁸⁴*Ibidem*, р. 32.

³⁸⁵ЗХОВ, чл. 51.

³⁸⁶ЗХОВ, чл. 50.

³⁸⁷ЗХОВ, чл. 52.

³⁸⁸У нашем праву ови изузеци су прописани чланом 12, ЗТК.

³⁸⁹Више о осигурању депозита у САД: <https://www.fdic.gov>, сајт посећен 01.08.2018. године.

³⁹⁰M L Murdeshwar, „Negotiable Certificate of Deposit A New Monetary Instrument”, *Economic and Political Weekly*, Vol. 5, No. 39 (Sep. 26, 1970,) p. 1607.

на тај начин што ће подићи износ камате, благо изнад нивоа конкуренције.³⁹¹ Овај тип ХОВ је значајан и као начин да банка повећа обавезне резерве³⁹² и да повећа своју ликвидност, што је од посебног значаја због све захтевнијих прописа уведених Базел 3 правилима.

Финансијски инструменти који се не разликују од сертификата о депозиту су штедне обвезнице и штедни записи, а у наше позитивно право су уведени подзаконским актима. Једина разлика је у погледу емитента који врши ову емисију.

УЕРХПТ дефинише штедне обвезнице као дугорочне ХОВ, са роком доспећа једнаким или већим од две године са купоном, које могу куповати само домаћа пунолетна физичка лица³⁹³ Такође се предвиђа да се штедним обвезницама не може трговати на секундарном тржишту.³⁹⁴ Овакво дефинисање је изузетно чудно, будући да ХОВ не може имати ограничену негоцијабилности, а овде је иста ограничена на домаће држављане и то само пунолетне, те се поставља питање правне природе овакве ХОВ. Нејасно је због чега ове ХОВ не може да прибави малолетно лице преко свог старатеља. Такође, ограничена је и њихова даља продаја, што свакако не може бити спојиво са ХОВ као негоцијабилним финансијским инструментом. И сам назив штедна обвезница је проблематичан, будући да се појам штедне везује за комерцијалне банке и депозитно пословање. Штедна грађана свакако није уобичајени начин државног финансирања.

Раније је постојао и штедни запис на основу ОИШЗ, а емитент је била НБС, али је исти у међувремену укинут, а НБС је у периоду од децембра 2005. до јула 2007. године издала осам емисија штедних записа.³⁹⁵ Штедни записи су дефинисани као краткорочне амортизационе ХОВ на име, номиноване у РСД.³⁹⁶ Наведено је да се ова ХОВ издаје ради прикупљања слободних РСД средстава грађана и подстицања њихових улагања на финансијском тржишту.³⁹⁷ Међутим, НБС не би требала да се бави јавним дугом, него би то требало да ради Министарство финансија. НБС као централна банка, не би требало да се бави ни депозитним пословима, који су у надлежности

³⁹¹*Ibidem.*

³⁹²*Ibidem.*

³⁹³УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 5а.

³⁹⁴УЕРХПТ, чл. 40ж.

³⁹⁵http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/stedni_zapisi/index.html?cmsframe=printerfriendly, сајт посећен 01.08.2018. године.

³⁹⁶ОИШЗ, чл. 1.

³⁹⁷ОИШЗ, чл. 3.

комерцијалних банака, стога је сам концепт ове ХОВ конфузан. И у овом случају, куповина ових финансијских инструмената била је ограничена, будући да су купци били искључиво домаћа физичка лица.³⁹⁸ И овде се поставља питање правне природе оваквог инструмента тржишта новца.

³⁹⁸ОИШЗ, чл. 7.

II. ДРУГИ ДЕО

ВРСТЕ ЕМИСИЈЕ

2.1 СОПСТВЕНА И СТРАНА ЕМИСИЈА

Емисија је сопствена (самостална, нем. *Eigenemission*, *Direktemission*) када емитент сам обавља све послове везане за емисију ХОВ, без учешћа финансијског посредника.³⁹⁹ Ипак, чешће је да финансијски посредник учествује у емисији, када се ради о страниј емисији (нем. *Fremdemission*).⁴⁰⁰ У нашем позитивном праву, сопствена емисија, јавља се само када финансијски посредник врши емисију за свој рачун. У упоредном праву, могуће је да емитент самостално врши приватну и јавну понуду материјализованих и дематеријализованих ХОВ, те да сам тражи *ISIN* број и *CFI* код, да уговара штампање ХОВ, да закључи уговор са централним депозитаром, да поднесе захтев за одобравање проспекта регулаторном телу, али најчешће не може поднети захтев за укључење ХОВ у трговање на регулисано и МТП тржиште, већ ХОВ може прометовати путем ОТЦ тржишта.⁴⁰¹ Уколико емитент нема довољно знања да изврши емисију на ОТЦ тржиште, у упоредном праву, он може ангажовати чак и адвоката да као заступник изврши страну емисију за њега, идентично као финансијски посредник у агенцијском послу.⁴⁰² У пракси се сопствена емисија најчешће јавља код емисије покривених обвезница од стране хипотекарних банака.⁴⁰³ Овај тип емисије неспојив је са агенцијском емисијом, покровитељством и комисионом емисијом, будући да финансијски посредник није учесник овог типа емисије, а када овај тип емисије врши банка постоји конфузија емитента и финансијског посредника у оквиру једног лица.

³⁹⁹Dorothee Einsele, *Bank – und Kapitalmarktrecht, Nationale und Internationale Bankgeschäfte*, Tübingen, 2014, S. 373.

⁴⁰⁰*Ibidem*.

⁴⁰¹Види: <https://www.isin.org/how-to-apply-for-isin-code>, сајт посећен 01.08.2018. године; <https://www.isin.org/apply-for-cfi-code>, сајт посећен 01.08.2018. године; Општи услови пословања *Clearstream AGB Banking AG Frankfurt am Mein* (AGB Clearstream Banking AG, Art. 2, Abs. 1.), као централног депозитара за СРН, предвиђају да депонент ХОВ може бити свако правно лице, а не само финансијски посредник. Подношење захтева за одобрење проспекта и за укључење у трговање, чак и према нашем праву може поднети и сам емитент, док не може закључити уговор са ЦРХОВ (Види: ЗТК, чл. 26, ст. 1; Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 61, ст. 1.). Стога, јавна понуда ХОВ у РС, није могућа без финансијског посредника. Што се тиче уврштавања на регулисано и МТП тржиште, у упоредном праву уврштавање траже емитент и финансијски посредник заједно (Види: BörsG, Par. 32; Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 09.12.2019 (даље у фуснотама: AlgGbDBFreiv), Par. 16.), или финансијски посредник сам, у име и за рачун емитента. (Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, Stand: 7. Januar 2019, Par. 7, Abs. 1.).

⁴⁰²Наравно финансијски посредник када врши агенцијски посао, може извршити и саветодавни део посла те испитати тржиште, да ли има заинтересованих, боље предложити емисиону цену, те овај саветодавни део агенцијског посла адвокат ипак тешко може извршити.

⁴⁰³Hans Peter Schwintowski, *et. all, Bankrecht*, Berlin, 2017, S. 1244.

Сопствена емисија је засебан тип емисионог посла, који се у пракси често јавља због билансне секјуритизације.

Страна емисија (нем. *Fremdemission*) је тип емисионог посла, код кога се ангажује треће лице да изврши пласирање финансијских инструмената за емитента.⁴⁰⁴ У страниој емисији увек учествује емитент и финансијски посредник, а као подтипове ове емисије разликујемо агенцијски посао, покровитељство и комисиону емисију. Емитент који истовремено није финансијски посредник, у нашем правном систему, не може извршити емисију дематеријализованих ХОВ без финансијског посредника, будући да само он може вршити заступање код ЦРХОВ. Дакле, у нашем систему емитент може извршити само страну емисију, уз претходно споменути изузетак. Битно је указати да покровитељство и комисиона емисија не могу никада, нити у једном правном систему, бити извршени као сопствена емисија. Покровитељство захтева постојање финансијског посредника као покровитеља који ће преузети емисију, или дати гаранцију за њен успех, док је у случају ванбилансне секјуритизације емитент ДСН, за кога оригинатор обавља све послове везане за емисију.

2.2 АГЕНЦИЈСКА ЕМИСИЈА, ПОКРОВИТЕЉСТВО И КОМИСИОНА ЕМИСИЈА

Ова подела емисионог посла се јавља само у случају стране емисије, с обзиром на то да је критеријум поделе однос емитента и финансијског посредника. Тачније, анализира се правна природа односа у оквиру емисионог посла и степен ризика који на себе преузима финансијски посредник. У упоредном праву се под агенцијском емисијом (нем. *Platzierungsgeschäft*, енг. *placement*) подразумева пласирање финансијских инструмената, без обавезе чврстог преузимања.⁴⁰⁵ Интересантно је напоменути да се због претходно поменуте дефиниције агенцијског посла у појединим изворима *best effort* покровитељство сврстава под окриље агенцијске емисије, будући да ризик оваквог пласмана остаје на емитенту.⁴⁰⁶ Другим речима, ову поделу не треба схватити као најчистију и најбољу, а што је последица сложености самог емисионог посла и мноштва варијација које се јављају.

⁴⁰⁴Peter Derleder, Kai-Oliver Knops, Heinz Georg Bamberger, *et. all*, *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, Band 2, Heidelberg, 2017, S. 631.

⁴⁰⁵WpHG, Par. 2, Abs. 8, Nr. 6.

⁴⁰⁶Види: P. Derleder, K.-Oliver Knops, H. Georg Bamberger, *et. all*, *op. cit.*, S. 633.

2.2.1 Агенцијска емисија

Наши прописи не садрже дефиницију агенцијског посла, али се дефинише појам агента, за кога се каже да он врши услуге у вези са понудом и продајом финансијских инструмената без обавезе откупа.⁴⁰⁷ Најтачније је рећи да се под агенцијским послом подразумева пружање саветодавних, заступничких, комисионих и посредничких услуга у вези са пласирањем ХОВ на тржишту капитала, без обавезе откупа или давања гаранција за успех емисије. Финансијски посредник ће емитента заступати у поступку одобравања проспекта, регистрације ХОВ код централног депозитара и уврштавања ХОВ на МТП, или регулисано тржиште. Такође, финансијски посредник може саветовати и заступати емитента у поступку утврђивања емисионе цене, а непосредно након емисије може вршити стабилизацију курса емитоване ХОВ. Он може и посредовати у продаји ХОВ које се емитују, као и вршити комисиону продају ХОВ преко својих шалтера у поступку пласирања на ОТЦ тржиште. Комисион продаја се јавља и код *best effort* покровитељства, због чега се оно сврстава у агенцијску емисију. Код овог типа покровитељства, не постоји преузимање ризика за пласман, јер се финансијски посредник обавезује да учини све што је у његовој моћи да емисија буде успешно пласирана, али не врши кредитирање. Финансијски посредник уписује ХОВ које се емитују, али не врши њихову исплату све док их сам не прода.

2.2.2 Покровитељство

Покровитељство се у упоредном праву дефинише као преузимање финансијских инструмената на сопствени ризик, ради пласирања, или преузимање еквивалентних гаранција.⁴⁰⁸ У оквиру покровитељства разликујемо три различита посла и то чврсто преузимање (нем. *Festübernahme*, енг. *firm-underwriting*, *bought deal*), *back stop* преузимање (енг. *back-stop transaction*) и *best effort* преузимање (енг. *best-efforts underwriting*).⁴⁰⁹

Чврсто преузимање јесте откуп целокупне или дела емисије ХОВ, расположиве након коришћења права пречег уписа од стране акционара, уколико ово право није искључено. Преостала два вида покровитељства не подразумевају откуп емисије, већ гаранцију финансијског посредника за успех емисије.

⁴⁰⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 15.

⁴⁰⁸WpHG, Par. 2, Abs. 8, Nr. 8.

⁴⁰⁹Види: Barbara Grunewald, Michael Schlitt, *et. all, Einführung in das Kapitalmarktrecht*, München, 2014, S. 160-161.

Код *back stop* преузимања, финансијски посредник преузима гаранцију циља и обавезује се да одређени волумен емисије откупи по најмање постигнутој цени.⁴¹⁰ Најчешће се откупљује недостајући део ХОВ да би се постигао праг успешности емисије. Специфичан је случај *back stop* преузимања са *call* опцијом, код кога финансијски покровитељ не преузима никакав ризик на себе, већ откупљује додатну количину ХОВ у случају пребукираности емисије. Оба типа *back stop* покровитељства могу се комбиновати са *best effort* покровитељством.

Код *best effort* покровитељства, финансијски посредник преузима облигацију средства и обавезује се да ће учинити све што је у његовој моћи, да изврши пласман ХОВ и да емисија успе, али он не врши откуп, већ исте само уписује на своје име без плаћања. Дакле, посредник ХОВ продаје у своје име, али за рачун емитената, те се ради о комисионој продаји ХОВ,⁴¹¹ због чега се овај тип покровитељства често сврстава у агенцијску емисију, јер покровитељ не преузима никакав ризик на себе.⁴¹² Што се тиче преосталих обавеза које врши финансијски посредник, оне су исте као у случају агенцијске емисије, с тим да финансијски посредник по правилу спроводи поступак утврђивања емисионе цене и предузима мере стабилизације курса емитоване ХОВ након емисије.

2.2.3 Комисиона емисија

Комисиона емисија карактеристична је само за ванбилансну секјуритизацију. Код овог типа емисије (енг. *asset securitisation*) преносе се потраживања из биланса оригинатора на ДСН, да би путем емисије ХОВ на тржишту капитала дошло до рефинансирања.⁴¹³ Комитент из комисионог односа назива се оригинатор и он врши рефинансирање, а целокупна емисија и пренос потраживања на ДСН врши се у његову корист, али је емитент ДСН. Због овакве конструкције ДСН врши емисију у своје име, али за рачун оригинатора, те се између њих јавља комисиони однос, због чега се овај тип емисије назива комисионом емисијом. ДСН се јавља у улози комисионара, а њега најчешће оснива оригинатор. Оригинатор по правилу врши функцију финансијског посредника у агенцијском типу емисије, а након емисије врши сервисирање пословања

⁴¹⁰B. Grunewald, M Schlitt, *et all*, *op. cit.*, S. 160.

⁴¹¹H. Peter Schwintowski, *et. all*, *Bankrecht*, Berlin, 2017, S. 1263; D. Einsele, *op. cit.*, S. 383; B. Grunewald, M. Schlitt, *et. all*, *op. cit.*, S. 161; Suprotno: S. Kumpel, *et. all*, *op.cit.*, S. 1935.

⁴¹²У овом случају се не ради о комисионој продаји, већ о комисионој продаји. Наиме, емитент врши емисију у своје име и за свој рачун, док покровитељ врши продају у своје име, али за рачун емитента. Код комисионе емисије, издавање ХОВ врши ДСН у своје име, али за рачун оригинатора.

⁴¹³Heinrich Meyer, Frank R. Primozic, *et. all*, *Die Verbriefungstransaktion*, Stuttgart, 2011, S. 37.

ДСН-а. Са овим типом емисије није спојиво покровитељство, осим *best effort* покровитељства, код кога нема преузимања емисије. У случају да емисија не буде продата у целини, непродате ХОВ се враћају оригинатору у компензацији за неисплаћен део продате активе, стога је покровитељство беспредметно.

2.3 СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА ДУГОВАЊА

Секјуритизација дуговања је поступак рефинансирања неликвидних,⁴¹⁴ најчешће банкарских потраживања, путем издавања ХОВ. Постоје два типа секјуритизације, билансна (европски тип) и ванбилансна (амерички тип). Билансна секјуритизација увек је везана за банкарска потраживања. Емитент покривених обвезница је искључиво банка. Ванбилансна секјуритизација може бити везана за банкарска потраживања, али и друге врсте потраживања. Подела је настала, с обзиром на то, да ли се потраживања која служе за обезбеђење емисије (актива) измештају (отуђују, цедирају) из биланса пре емисије. Уколико дође до цесије активе, ради се о ванбилансној секјуритизацији, јер она више не утиче на билансе оригинатора. Овај вид секјуритизације је специфичан, јер је то једини случај када се врши комисиона емисија, будући да се оснива ДСН (енг. *special purpose vehicle*, нем. *Zweckgesellschaft*) који врши емисију на основу активе откупљене од стране оригинатора. Код билансне секјуритизације актива остаје у поседу банке и не измешта се из њених биланса, већ се иста уписује у регистар покрића који служи као обезбеђење за емисију покривених обвезница.

Карактеристика секјуритизације је да се у позицији емитента по правилу налази банка, било непосредно или посредно путем комисионе емисије. Сврха секјуритизације је рефинансирање неликвидних потраживања, те се заробљени капитал у дугорочним пласманима претвара у одмах доступни. Актива која се користи у секјуритизацији мора имати висок степен квалитета, а додатно се користе и друга средства обезбеђења. Најчешће је у питању јемство, али су могућа и друга средства, будући да ХОВ које се издају у поступку секјуритизације морају имати највиши ниво квалитета, како би секјуритизација била исплатива. Због доброг обезбеђења обавеза из ХОВ и ниског

⁴¹⁴Појам неликвидна потраживања, у смислу секјуритизације, не треба схватати на тај начин да се ради о лошим пласманима, који не могу да се наплате, те да је то разлог њихове неликвидности. Заправо, ради се о нечему другом. Појам долази од тога што се ради о заробљеном капиталу за банке, које су га дугорочно пласирале, па је обрт овог новца спор, те се због тога говори о „неликвидним потраживањима“. Секјуритизоване обвезнице су једна од најсигурнијих инвестиција и њихов рејтинг је увек на највишем нивоу (*Aaa* ниво- *Moody's*, *AAA* ниво код *S&P* и *Fitch Ratings inc.*).

ризика ненаплативости, емитент плаћа изразито ниску каматну стопу на обвезнице. Уколико би каматне стопе биле високе, изгубила би се сврха секјуритизације, јер би камата „појела“ средства која се рефинансирају.

Код билансне секјуритизације, банка позајмљује нова средства путем емисије покривених обвезница, која због доброг обезбеђења имају нижу каматну стопу од оне коју банка наплаћује својим клијентима у кредитним пословима.⁴¹⁵ У случају ванбилансне секјуритизације, банка врши рефинансирање на тај начин што врши факторинг својих потраживања на ДСН, који након емисије банци исплаћује факторинг цену. Банка се у случају ванбилансне секјуритизације налази у положају оригинатора⁴¹⁶, у чијем се интересу спроводи поступак секјуритизације и који га иницира у циљу рефинансирања, које се постиже путем исплате факторинг цене. Ова цена се састоји од главнице и дела камате од активе. Да би максимализовала своју зараду, банка се често јавља и у улози сервисера⁴¹⁷, који се брине о редовној уплати потраживања и њиховој правилној расподели на транше партиципативних обвезница у оквиру емисије. Стога банка остварује и зараду поводом администрирања пословања ДСН-а. Још једна корист ванбилансне секјуритизације је ослобађање средстава резерве, будући да банка више не мора да држи обавезне резерве по основу кредита који чине активу секјуритизације.

Корисност секјуритизације не огледа се само у рефинансирању неликвидних пласмана, већ и у смањењу банкарских ризика.⁴¹⁸ Код билансне секјуритизације

⁴¹⁵Код овог типа секјуритизације, банка и даље мора имати обавезне резерве по основу активе, унете у регистар покрића, због чега је овај вид секјуритизације новчано неповољнији по банке.

⁴¹⁶Појам оригинатора (енг. *Originator*), настаје у САД, од речи *origin* (енг.), односно порекло, како би се указало на лице које иницира поступак ванбилансне секјуритизације и у чијем се интересу поступак спроводи.

⁴¹⁷Сервисер је лице које води пословање и управља ДСН-ом, који нема сопствене запослене, како би се смањили трошкови. Ово лице се брине о уплати потраживања из пула активе ванбилансне секјуритизације и њихове расподеле на транше партиципативних обвезница у оквиру емисије. Уколико је сервисер истовремено и оригинатор, тада се потраживање исплаћују на рачин код оригинатора, а потом се преносе на ДСН. У овом случају ДСН не врши денунцијацију дужницима, већ исти и не знају да су њихова потраживања продата. Уколико оригинатор не обавља функцију сервисера, тада се мора вршити денунцијација, а уплате се морају вршити ДСН-у.

⁴¹⁸Банкарски ризици су праву РС, регулисани у следећим прописима: Одлука о управљању ризицима банке, („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011-135, 94/2011-35, 119/2012-120, 123/2012-89, 23/2013-7 (др. одлука), 43/2013-137, 92/2013-23, 33/2015-115, 61/2015-24, 61/2016-98, 103/2016-245, 119/2017-40, 76/2018-63, 57/2019-226, 88/2019-72, 27/2020-92, 67/2020-30 (др. одлука)), Одлука о управљању ризиком ликвидности банке („Сл. гласник РС“, бр. 103/2016), Одлука о адекватности капитала банке („Сл. гласник РС“, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020 и 137/2020), Одлука о обавезној резерви банака код НБС („Сл. гласник РС“, бр. 3/2011, 31/2012, 57/2012, 78/2012, 87/2012, 107/2012, 62/2013, 125/2014, 135/2014, 4/2015, 78/2015 и 102/2015).

постиже се побољшање адекватности капитала⁴¹⁹ и ликвидности, а у случају ванбилансне смањује се изложеност банке према корисницима финансијских услуга, губи се ризик смањења вредности непокретности које су предмет хипотеке, нема обавезе издвајања обавезних резерви по основу активе која је предмет секјуритизације, а повећава се ликвидност и адекватност капитала. Ово је могуће будући да се потраживања више не воде у билансима банке, већ код ДСН-а који је ослобођен прописа који регулишу изложеност ризицима и обавезу одржавања средстава резерве. Овај тип секјуритизације везан је за развијена тржишта капитала, где постоји развијен трећи стуб социјалног осигурања и велика дубина тржишта. Највећи инвеститори у овај тип обвезница су пензиони фондови, јер се ради о квалитетним ХОВ, које испуњавају строге услове пензионог законодавства.

У нашем правном систему није могуће извршити ни један тип секјуритизације. Наиме, не постоје прописи који регулишу билансну секјуритизацију, пре свега у материји регистра активе секјуритизације. Такође, није дозвољено вршити цесију банкарских потраживања, што онемогућава ванбилансну секјуритизацију. НБС је 2008. године сачинила нацрт Закона о секјуритизацији којим би се регулисао ванбилансни тип секјуритизације,⁴²⁰ али овај законски пропис никада није ушао у скупштинску расправу. Што се тиче билансне секјуритизације, она је за наше право тотална непознаница и није постојала ни законска иницијатива да се овај тип секјуритизације регулише.

У новије време, билансна секјуритизација добија све више на значају, будући да се ванбилансна секјуритизација сматра за разлог избијања финансијске кризе 2008. године. Међутим, саме партиципативне обвезнице нису биле разлог за избијање кризе, већ злоупотребе оригинатора који су у овај тип обвезница препакивали лоше кредите, издате лицима чија је ликвидност упутна. Није вршена правилна процена кредитног рејтинга, будући да су банке противно прописима издавале кредите лицима преко њихове кредитне способности, а све у циљу повећања зараде. Тада су овакви неквалитетни пласмани „препаковани“ у партиципативне обвезнице, које су биле обезбеђене јемством три владине агенције за обезбеђење кредита у САД, (*Federal National Mortgage Associating* (даље у тексту: *Fanny Mae*), *Government National Mortgage*

⁴¹⁹Адекватност капитала је однос између висине капитала и ризичне активе банке, односно способност банке да апсорбује губитке настале лошим пласманима.

⁴²⁰У упоредном праву, овај тип секјуритизације се не регулише законски, те се ради о неименованом правном послу, што је боље решење због разноврсности његових појавних облика.

Association (даље у тексту: *Ginnie Mae*), *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (даље у тексту: *Freddie Mac*)), које су и саме издавале ове ХОВ. Како би се избегла масовна неликвидност и да би се спасио финансијски систем и поверење у валуту, САД су морале да откупе проблематичне секјуритизоване ХОВ. Одлука да се купи велики обим активе дошао је у два корака. Прво су у новембру 2008. године Федералне резерве објавиле да ће купити дуг својих агенција за осигурање депозита, као и ХОВ издате од самих агенција у износу од 600 милијарди долара, да би марта 2009. године *FOMC*⁴²¹ решио да се значајно повећа куповина обвезница повезаних са овим агенцијама, те да се откупе и дугорочне ХОВ издате од самих Федералних резерви у укупној вредности од 1,75 трилиона долара.⁴²² Ова трилионска куповина од стране Федералних резерви је износила 12 процената целокупног номиналног бруто друштвеног производа САД у 2009. години.⁴²³

Квалитет обезбеђења ових обвезница је у овим условима дошао до изражаја, будући да би и у случају банкрота финансијских институција, које су издавале овакве обвезнице, на крају део обавеза исплате пао на државу. Због тога су САД откупиле све лоше пласмане и на тај начин спасиле финансијске институције од банкрота, али је приватни дуг постао јавни.

2.3.1 Укратко о настанку билансне секјуритизације

Вршење билансне секјуритизације у упоредном праву има дугачку историју, чији почeci датирају из осамнаестог века. Први пут је уведена у Пруској, са кабинетском уредбом Фридриха Великог од 29.08.1769. године, како би се поправила доступност новца у кредитним пословима са пољопривредом, тадашњом кичмом привреде која је након седмогодишњег рата (1756-1763.) била у рушевинама.⁴²⁴ Тада је развијен систем финансирања путем емисије обвезница, обезбеђених хипотекама корисника кредита (нем. *Landschaften*).⁴²⁵ Ове обвезнице су издаване од стране јавно правних обавезујућих удружења велепоседника једног региона, а у циљу обезбеђивања пољопривредних кредита.⁴²⁶ Ова ХОВ је омогућавала даваоцу кредита да свој пласман обезбеди залогом на земљи уписаној у ХОВ, стога се оваквим ХОВ, ради

⁴²¹*Federal Open Market Committee*, је орган у оквиру система Федералних резерви, који одлучује о куповини и продаји ХОВ издатих од стране система Федералних резерви.

⁴²²Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache, Brian Sack, „The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7 No. 1, 2011, p. 4.

⁴²³*Ibidem*, p. 30.

⁴²⁴Hans E. Büschgen, Oliver Everling, *et. all*, *Handbuch Rating*, Wiesbaden, 1996, S. 469.

⁴²⁵*Ibidem*.

⁴²⁶*Ibidem*.

рефинансирања, трговало, а корисник кредита, морао је да враћа кредит власнику ХОВ.⁴²⁷ Идентичну улогу покривене обвезнице⁴²⁸ имају и данас, а то је рефинансирање одобрених кредита велике вредности.

2.3.2 Билансна секјуритизација

Билансна секјуритизација дуговања је издавање покривених обвезница⁴²⁹ високог рејтинга, обезбеђених залогом на потраживањима из претходно формираног портфолија банкарских потраживања (активе).⁴³⁰ Овако обезбеђене обвезнице изузетно су сигурне, будући да је њихова наплативост извесна, због чега је каматна стопа на њих мала. Разлог због чега су ове обвезнице тако сигурне лежи у последицама отварања стечајног поступка над банком, будући да постоји залога власника обвезница над регистром покрића, те се они налазе у позицији разлучних поверилаца.⁴³¹ Због препокривености, ово разлучно право на потраживањима уписаним у регистар довољно је да се наплати пласман, а у случају да вредност у регистру није довољна за покриће дуга, у односу на остатак потраживања, власници обвезница постају необезбеђени повериоци. Управо се због ове ситуације увиђа потреба за увођењем препокривености средствима обезбеђења, како власници обвезница не би постали хирограферни повериоци. Најчешће се захтева да се у регистру, као обрачунска вредност за покриће, узима само 60% вредности заложене имовине, поред тога што се потраживање залаже у целини, те се вредности изнад 60% неће узимати у обрачун приликом утврђивања масе покрића.⁴³² Овакво решење постоји у праву СРН⁴³³, СР Аустрије⁴³⁴ и Швајцарске Конфедерације⁴³⁵.

⁴²⁷*Ibidem*. Више о историји покривених обвезница: Leopold-Michael Marzi, *Das Recht der Pfandbriefe und Hypothekenbanken in Vergangenheit und Gegenwart – Dissertation*, Wien, 2000; R Braeuner, *Geschichte Der Preussischen Landwehr Historische Darstellung Und Beleuchtung Ihrer Vorgeschichte, Errichtung Und Späteren Organisation*, Berlin, 1863.

⁴²⁸За више погледај поднаслов: Покривене обвезнице.

⁴²⁹Код билансног типа секјуритизације, издају се покривене обвезнице, док се код ванбилансне издају партиципативне обвезнице.

⁴³⁰Н. Крстић, „Могућност вршења билансне секјуритизације дуговања у Републици Србији путем издавања покривених обвезница“, стр. 544.

⁴³¹Разлучни повериоци имају заложно право, законско право задржавања, или право намирења на стварима и правима о којима се воде јавне књиге, или регистри и имају право на првенствено намирење из средстава остварених продајом имовине, односно наплатом потраживања на којима су стекли то право. Разлучни повериоци нису стечајни повериоци. Ако је износ њиховог потраживања већи од износа средстава остварених продајом имовине на којој су стекли разлучно право, право на намирење разлике остварују као хирограферни повериоци.

⁴³²Robert Sünderhauf, *Bewertung des Ausfallrisikos deutscher Hypothekenbank-Pfandbriefe*, Ingolstadt, 2006, S. 21.

⁴³³PfandBG, Art. 14. У швајцарском праву је предвиђено да вредност непокретности, која се узима у вредност покрића, не може бити већи од две трећине тржишне вредности непокретности.

2.3.3 Укратко о настанку ванбилансне секјуритизације

Ванбилансна секјуритизација има своју претечу у осамнаестом веку, када је *Holland Land Company* издао две врсте партиципативних обвезница, како би купио милионе хектара земљишта у западном Њујорку (Харлем)⁴³⁶ и 1794. ради куповине и развоја непокретности у новој престоници САД Вашингтону.⁴³⁷ Наравно, прави развој овај финансијски производ добија тек крајем шездесетих година двадесетог века, а пуни замах се десио осамдесетих година са структурисаном секјуритизацијом. У САД је секјуритизација изворно настала као средство стварања ликвидности, будући да су се у периодима инфлаторних камата⁴³⁸ финансијске институције нашле у ситуацији да морају да плаћају камате на штедњу и благајничке записе у износу од 9%, док су добијале од 3% до 4% на хипотекарним кредитима.⁴³⁹ Други разлог за њихов развој је пренос ризика. Наиме, банке су под максимом „да је више боље“ почеле да позајмљују све више и више капитала и то државама попут Мексика, Аргентине и Бразила, а дужници су новац тражили од оног ко је могао исти да испоручи под најбољим условима.⁴⁴⁰ Како су банкарски прописи ствар националне регулативе,⁴⁴¹ нико није желео да обавезе своје банке да држе велике резерве новца, као обезбеђење од кредитног ризика, уколико неко од дужника не би платио кредит, јер би то утицало на зараду, због чега је неизбежно дошло до кризе 1982. године,⁴⁴² што је на крају довело до усвајања првих Базел правила 1983. године, којима је регулисана да банке морају на

⁴³⁴НурBG, Art. 11. Овим законом је предвиђено да се у регистар узима 3/5 вредности непокретности, с тим да савезни министар за финансије, може у појединим областима ову вредност повећати на 2/3 вредности непокретности.

⁴³⁵PfG, Art. 34. У вредност покрића, хипотекарна потраживања на земљишту, са претежно пољопривредном, или шумарском употребом, могу улазити до највише пет шестина вредности зараде која се на њему може остварити, под условом да је таква процена доступна, али ни у ком случају више од две трећине тржишне вредности, а хипотекарна потраживања на другим некретнинама до највише две трећине тржишне вредности.

⁴³⁶Управо због ове инвестиције, прво име Њујорка је било Нови Амстердам, а западни део острва Менхетн се зове Харлем, управо по истоименом граду у Краљевини Холандији.

⁴³⁷Више: Rik Frehen, William N. Goetzmann, Geert K. Rouwenhorst, “Dutch Securities for American Land Speculation in the Late Eighteenth Century”, *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective*, Chicago, 2014, p. 287–304.

⁴³⁸Под појмом инфлаторних камата, мисли се на високе референтне каматне стопе, које су уведене, како би се ограничила инфлација, те је у тим тренутцима цена позајмљивања новца била виша од цене по којој се новац могао пласирати.

⁴³⁹Ian Bell, Petrina Dawson, Synthetic Securitization: „Use of Derivative Technology for Credit Transfer“, *Duke Journal of Comparative & International Law*, No.12/ 2002, p. 546.

⁴⁴⁰*Ibidem*, p. 543.

⁴⁴¹Међународни прописи из ове области попут Базел 3 протокола и данас су само препорука, док су обавезујући само у ЕУ, будући да је извршена рецепција у право ЕУ.

⁴⁴²Прво је Мексико, 1982. године, објавио да је у банкроту и да не може да сервисира дугове, а потом је Аргентина, која је такође била у проблему, тражила помоћ у сервисирању својих дугова, те је са ММФ-ом уговорено дугогодишње рефинансирање, због чега је Аргентина имала и вишедеценијску забрану издавања обвезница.

сваких позајмљених 1000 \$ да имају резерву од 8 \$.⁴⁴³ Иначе, износ обавезних банкарских резерви, са доношењем нових Базел правила, само се подизао, а последњи пут 2013. године са Базел 3 правилима. Будући да се обавезне резерве стално повећавају, долази до поскупљења пословања банака, па су се морали очистити биланси како би банке што профитабилније пословале, уз умањени ризик од банкрота, изазван неликвидношћу дужника. То је управо учињено ванбилансном секјуритизацијом, будући да се потраживања преносе на ДСН који је одвојени субјект, није банка, те не мора држати резерве, а у случају потребе може самостално ући у стечајни поступак.

2.3.4 Ванбилансна секјуритизација

Ванбилансна секјуритизација је поступак у оквиру кога се делови или цела недоспела потраживања⁴⁴⁴ оригинатора продају ДСН-у, који врши емисију партиципативних обвезница, при чему је ДСН правно лице, способно да самостално оде у стечај.⁴⁴⁵ Оригинатор (енг. *originator*) је првобитни власник потраживања и лице које покреће поступак секјуритизације у чијем интересу се она врши. Он може бити банка или привредно друштво, које своја потраживања преноси на ДСН у циљу секјуритизације. Уколико више оригинатора преноси своја потраживања на ДСН, или ако банка као оригинатор сама не обавља послове финансијског посредника у емисији, јавља се још једно лице, тзв. организатор (енг. *organizer, arranger*) који се јавља као агент овакве емисије или као *best effort* покровитељ.⁴⁴⁶ Активом ДСН-а, будући да оно нема сопствене запослене због оптимизације трошкова, управља сервисер (енг. *servicer*). Он врши администрирање активом ДСН-а, односно стара се о наплати потраживања из активе ДСН-а и врши правилну расподелу прилива активе, на транше партиципативних обвезница, у складу са њиховим општим условима. Обавезе сервисера и организатора у пракси најчешће врши оригинатор, те настаје конфузија ових лица. У поступку ванбилансне секјуритизације, увек се јавља повереник (енг.

⁴⁴³I. Bell, P. Dawson, *op. cit.*, p. 544.

⁴⁴⁴У поступку ванбилансне секјуритизације, могуће је делимично отуђење потраживања код синтетичке секјуритизације, када ДСН врши емисију партиципативних обвезница, које профит за поделу добијају из *swap* посла, закљученог између банке као оригинатора и ДСН-а.

⁴⁴⁵Да би ДСН могао самостално да оде у стечај, без утицаја на оригинатора, он мора бити организован у форми друштва капитала, најчешће као ДОО, или њему слична форма из упоредног права, а у англо-саксонском праву као труст.

⁴⁴⁶Лице које врши послове агента, или *best effort* покровитеља, може, али и не мора касније бити сервисер односно администратор активе, што зависи од организације сваке појединачне секјуритизације.

trustee, нем. *Treuhänder*) који се одређује у оквиру општих услова партиципативне обвезнице, а који врши контролу над радом сервисера као треће независно лице.⁴⁴⁷

ХОВ које се издају у овом поступку, у упоредном праву, најчешће се називају *asset backed securities*, односно активом покривене ХОВ, будући да се тако указује на основу ванбилансне секјуритизације, односно на прераспделу добити од активе. Правно гледано ради се о партиципативним обвезницама, које свом имаоцу пружају право на аликвотни део прихода од активе који остварује ДСН.⁴⁴⁸ Актива за секјуритизацију су потраживања из кредитних послова, лизинга, закупа, потраживања по основу кредитних картица, ХОВ, финансијских деривата, до прихода из пословања целих привредних друштава.⁴⁴⁹ За секјуритизацију су погодна било која потраживања периодичног карактера, потраживања из трајних престација или периодични приход који доспева у равномерним износима. Могуће је секјуритизовати „запакована“ потраживања која не доспевају у истим роковима доспелости, тако да на наплату, периодично долази један њихов део у правилним размацима. На пример, у случају да факторинг агенција изврши секјуритизацију различитих непериодичних потраживања у својој активи, а која периодично дају исти или сличан принос.

Однос између оригинатора и ДСН-а упоредив је са послом правога факторинга, јер се продају потраживања чији је рок доспелости далеко у будућности, без права регреса према оригинатору. Код правога факторинга ради се о преносу будућих, још не доспелих потраживања на фактора, којима он даље управља, а које након доспелости наплаћује од дужника и преузима ризик наплате, без права регреса према фактору.⁴⁵⁰ Могло би се рећи да је у питању и форфетинг. Форфетинг, као неименовани уговор, у теорији се дефинише као куповина недоспелог новчаног потраживања, уз одређени дисконт и уз одрицање права на регрес према продавцу, ако овакво потраживање

⁴⁴⁷За више погледај поднаслов: Обвезнице.

⁴⁴⁸Једини приход који ДСН остварује јесте приход од капитала који потиче од активе која служи за секјуритизацију. Управо се зато друштво емитент назива друштвом специјалне намене, будући да исто има само једну сврху, а то је прикупити приход од капитала који се налази у његовом власништву и његова редистрибуција, власницима партиципативних обвезница и то сразмерно са уделом на који гласе све обвезнице, или свака транша обвезница. Посебан тип ванбилансне секјуритизације је структурисана секјуритизација, код које ДСН издаје више различитих типова партиципативних обвезница, при чему се сваки тип назива траншом. Права која свака транша обвезница има се разликују, било по основу величине аликвотног дела на који имају право, или по основу структуре аликвотног дела на који имају право, или по основу првенства наплате аликвотног дела, односно по основу расподеле ризика неликвидности, при чему су неке транше обезбеђене од овог ризика, а неке су дужне да претрпе губитак.

⁴⁴⁹Види: Claire A. Hill, *Whole Business Securitization in Emerging Markets*, *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol. 12, No. 521/2002, H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1839-1871.

⁴⁵⁰H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1854.

остане не наплаћено од стране трећег лица.⁴⁵¹ Међутим, уговорни однос банке и ДСН-а, разликује се од форфетинга, јер ДСН не добија класичан дисконт, што је последица комисионе природе овог односа. Уколико би банка одобравала ДСН-у дисконт на главницу кредита, она не би имала интерес да врши секјуритизацију, јер не врши рефинансирање у потпуности. Банка мора дати одређени дисконт путем камате, али исти даје купцима обвезница. Овај дисконт, наравно није ни приближно велик дисконту који се даје у форфетингу.

У нашем праву, проблеми везани за ванбилансну секјуритизацију настају на пољу факторинга потраживања, будући да је законски забрањено уступање банкарских потраживања насталих према физичким лицима, осим у случају да се пренос врши на другу банку.⁴⁵² Наравно, ДСН није регистрован за обављање банкарске делатности, те се на њега не може пренети потраживање. Ограничен је и факторинг потраживања према правним лицима, предузетницима и пољопривредницима, јер је везан само за случај смањења лоше активе, када је могуће уступити доспела потраживања уз обавештавање НБС, као и она која још нису доспела, али се сматрају проблематичним у смислу наплате.⁴⁵³ Дакле, пренос потраживања ни у овом случају није могућ, јер у активу ДСН-а може бити пренета само квалитетна актива. Проблеми постоје и код факторинга потраживања обезбеђених хипотеком, будући да се пренос мора обавити у форми јавнобележничког записа или јавнобележничке (солемнизоване) исправе,⁴⁵⁴ а пренос хипотеке није могућ без преноса основног потраживања,⁴⁵⁵ што ограничава негоцијабилност партиципативне обвезнице, а то није дозвољено. Због претходно набројаних проблема, код нас није могуће извршити ванбилансну секјуритизацију.

2.3.5 Врсте ванбилансне секјуритизације

Прва подела настаје с обзиром на тип активе који се користи у секјуритизацији, будући да су се прво користила искључиво кредитна потраживања обезбеђена првокласним хипотекама (енг. *morgage backed securitisation*), да би осамдесетих година почела да се користе сва друга периодична потраживања (енг. *asset backed securitisation*). Како су коришћена недовољно примамљива потраживања, која не потичу од првокласних хипотекарних кредита, настаје концепт коришћења ефекта

⁴⁵¹М. Васиљевић, *op. cit.*, стр. 372.

⁴⁵²Закон о заштити корисника финансијских услуга, („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014, даље у фуснотама: ЗЗКФУ), чл. 39.

⁴⁵³Одлука о управљању ризицима банке, чл. 42а.

⁴⁵⁴ЗХ, чл. 20, у вези са чл. 10.

⁴⁵⁵ЗХ, чл. 20, ст. 2.

водопада у расподели новчаних токова. Тада настаје подела на обичну секјуритизацију, код које овај ефекат није коришћен, и на структурисану секјуритизацију (енг. *structured securitization, structured finance*), код које се он користи путем увођења транши. Са установљавањем Базел правила и сталним подизањем захтева према банкама, настаје потреба да се секјуритизацијом изврши подела ризика са инвеститорима, без преношења потраживања из биланса оригинатора. Наиме, банке су морале бити растерећене ризика у ситуацијама када нису могле активу да пренесу на ДСН, као у случају ХОВ у поседу оригинатора. У тим случајевима почињу да се користе новчани токови проистекли из хецинга, као актива. Тада настаје подела, с обзиром на стање у билансима оригинатора, на праву секјуритизацију (енг. *true sale*), код које долази до преноса потраживања и на синтетичку секјуритизацију (енг. *synthetic securitisation*), где потраживања остају у билансима, а на ДСН се преносе финансијски деривати хецинга и њихови новчани токови.

2.3.5.1 Подела с обзиром на тип активе која служи као основа секјуритизације

С обзиром на тип активе која се користи у поступку секјуритизације, правимо разлику на *mortgage backed securities* (даље у тексту: *MBS*) и *asset backed securities* (даље у тексту: *ABS*). У праву САД-а, све до краја осамдесетих година примат су имале *MBS*, када велика привредна друштва и банке почињу да схватају могућности секјуритизације.

MBS је партиципативна обвезница која покриће има у хипотекарним кредитима,⁴⁵⁶ најчешће обезбеђена код агенција за осигурање стамбених кредита. Најпознатије агенције су свакако *Fanny Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac*, из САД.⁴⁵⁷ У последњих неколико деценија у већини земаља су настале овакве агенције, код нас је то Национална корпорација за осигурање стамбених кредита (даље у тексту: НКОСК).⁴⁵⁸ Концепт секјуритизације дуговања настао је у САД-у, како би се подстакла станоградња, а везан је за *New Deal* програм, и усвајање закона под називом *National Housing Act* из 1934. године, који је након измена из 1938. створио агенцију *Fannie Mae*, која је откупљивала хипотекарна потраживања обухваћена програмом.⁴⁵⁹ У току рата, 1944. године, усвојен је *Servicemen's Readjustmen Bill* како би се обезбедиле позајмице

⁴⁵⁶Више: Frank J. Fabozzi, *et. all, The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Oxford, 2016.

⁴⁵⁷За више погледај поднаслов: Агенције за осигурање стамбених кредита.

⁴⁵⁸Ова агенција је основана, како би се вршило финансирање станоградње путем издавања партиципативних обвезница, а део легислативе који је требао да буде пратећи, али никада није усвојен иако је постојао нацрт, је Закон о секјуритизацији дуговања.

⁴⁵⁹F. J. Fabozzi, *et. all, op. cit.*, p. 11.

ветеранима из рата у циљу куповине непокретности, а *Fannie Mae* је 1948. почела да откупљује и ова хипотекарна потраживања.⁴⁶⁰ Доношењем „*Housing and Urban Development Act*“ из 1968. године долази до реорганизације *Fannie Mae*, те се из ње издваја *Ginnie Mae*, да би на крају је 1970. године била формирана *Freddie Mac* доношењем „*Emergency Home Finance Act*“.⁴⁶¹ Све ове агенције су давале обезбеђење потраживањима проистеклим из хипотекарних стамбених кредита, да би осамдесетих година кренуле да издају структурисане покривене обвезнице,⁴⁶² док је *Ginnie Mae* 1968. године издала прве обичне партиципативне обвезнице.⁴⁶³

ABS је појам који се користи као заједнички за све *pass through* ХОВ,⁴⁶⁴ али и као ознака за партиципативне обвезнице које за своје покриће користе другу активу од хипотекарних кредита. Од средине осамдесетих година двадесетог века велика америчка привредна друштва открила су могућност рефинансирања путем секјуритизације, те је дошло до диверсификације коришћења других потраживања, као активе за емисију партиципативних обвезница, попут потрошачких кредита, лизинга, студентских кредита, пољопривредних зајмова, кредита за куповину камиона, авиона и бродова, прихода од продаје цедеа, концерата и фудбалских утакмица, прихода од интелектуалних права, па до прихода целих привредних друштава.⁴⁶⁵ Тако је друштво под именом *Student Loan Trust 1993-A* издало прве партиципативне обвезнице на бази студентских кредита 1993. године, да би касније то постала устаљена пракса.⁴⁶⁶ Секјуритизација целих привредних друштава карактеристична је за Велику Британију и правне системе који су преузели стечајно право од ове државе, попут Аустралије, Малезије, Новог Зеланда,⁴⁶⁷ када се оснива ДСН који даје позајмицу, привредном друштву чији се приходи секјуритизују, а за узврат добија право да убира приходе од привредног друштва у уговореном периоду.⁴⁶⁸ Ово је специфичан случај будући да се секјуритизација не врши због рефинансирања дугова, већ ради кредитирања пословања секјуритизованог привредног друштва. Оно што већином разликује *ABS* од *MBS* је

⁴⁶⁰*Ibidem*, p. 12.

⁴⁶¹*Ibidem*, p. 12.

⁴⁶²Прве овакве обвезнице су издате у САД, још у 19. веку „*farm railroad mortgage bonds*“.

⁴⁶³F. J. Fabozzi, *et. all, op. cit.*, p. 31.

⁴⁶⁴Овим појмом се означавају све партиципативне обвезнице, издате у поступку ванбилансне секјуритизације, без обзира на тип активе који служи за покриће.

⁴⁶⁵H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1845.

⁴⁶⁶Lakhsbir Hayre, *et. all, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, New York, 2001, p. 692.

⁴⁶⁷У САД оваква секјуритизација није могућа, због различитог стечајног права, које не дозвољава постављање лица које ће контролисати пословање привредног друштва, од стране обезбеђених поверилаца у случају уласка у финансијске проблеме.

⁴⁶⁸C. A. Hill, *op. cit.*, p. 526.

одсуство државне гаранције за исплату потраживања из обвезнице, али постоје и *MBS* које немају државну гаранцију, те је основна разлика у врсти aktive која служи за покриће. Дакле, предмет секјуритизације може бити било које потраживање или група потраживања, које има одређени квалитет и довољно дугачко периодично доспеће.

2.3.5.2 Подела с обзиром на начин вршења прерасподеле прихода ДСН-а

Токови новца од active могу бити усмерени на два начина, у првом долази до равномерне прерасподеле добитка од active на власнике ХОВ, док у другом, долази до алокације профита на основу специфичних правила, на основу којих се праве структурисане ХОВ.⁴⁶⁹ На основу начина партиципације у расподели новчаних токова, можемо направити поделу на обичну секјуритизацију и структурисану секјуритизацију (енг. *structured securitization, structured finance*).

Код обичне секјуритизације, емитује се само једна класа партиципативних обвезница, док се у случају структурисане секјуритизације, издаје више класа, те долази до расподеле новца по унапред одређеним правилима за сваку класу партиципативних обвезница. Структурисање се врши по року доспелости и по приоритету у плаћању добитка из кредитног пословања (субординисаности), па су обвезнице подељене у тзв. „транше“ (енг. *tranches*).⁴⁷⁰ Структурисана секјуритизација увела је револуцију, будући да је инвеститорима омогућила различите рокове доспећа у оквиру криве приноса, те се приноси од 30- годишњих хипотекарних кредита могу поделити, на пример, у посебне класе које могу имати период доспећа од 5, 10, 20 и 30 година.⁴⁷¹ Структурисање је омогућило да се издају обвезнице које су подређене, тако да оне које најкасније доспевају буду субординисане онима које раније доспевају, што је довело до тога да одређене субординисане транше (енг. *equity tranches*) абсорбују и највише ризика, ослобађајући ризика привилеговане транше (енг. *senior tranches*).⁴⁷² Подела на транше битна је због ефекта водопада (енг. *watfall efect*), који је карактеристичан само за структурисане партиципативне обвезнице, будући да се привилеговане транше прве исплаћују и оне су готово апсолутно сигурне, док последње транше носе ризик, будући да се недостатак исплате осећа управо на овим траншама.

⁴⁶⁹L. Hayre, *et. all, op. cit.*, p. 2.

⁴⁷⁰Thomas A. Kasper, Les Parker, „Understanding Collateralized Mortgage Obligations“, *Columbia Bussines. Law. Reviev*, J. 1987, No. 139, p. 140.

⁴⁷¹T. A. Kasper; L. Parker, *op. cit.*, p. 140.

⁴⁷²Miguel Á. Pena-Cerezo, Arturo Rodríguez-Castellanos, Francisco J. Ibáñez-Hernández, “Primary yield and multitranche structure in securitization issues: Explicative factors. A review”, *European Research on Management and Business Economics*, Vol. 22, Iss. 3, p. 111.

Уколико целокупна актива хипотекарних кредита има наплативост од 98%, два посто ненаплативих потраживања превалиће се управо на последње транше. Уколико последња транша учествује са 10% вредности активе, код које је ненаплативост 2%, власници ових ХОВ ће имати губитак од 20%. Због овако великог ризика ненаплативости ове транше имају највеће каматне стопе, али често остају непродате.

Транше можемо према подређености (субординираности) поделити на: *senior tranche* (најмање ризичне транше, са најнижом фиксном каматном стопом), *mezzanine tranche*, *junior tranche* и на крају *equity tranche* (највећи ризик и највећа каматна стопа).⁴⁷³ Прво се исплаћују *senior*, а на крају *equity* транше, па се може десити, уколико корисници кредита не исплаћују своје кредите, да исплата не дође до последње транше. Будући да последња транша има најдуже трајање, због тога је зарада на њој највећа, али је најнесигурнија. *Senior* транша има обично рејтинг ААА, или АА, док *mezzanine* транша има нижи рејтинг од АА до В.⁴⁷⁴ Најлакше се продаје *senior* транша, јер је најсигурнија и последично примамљива за пензионе фондове. Инвеститори који траже веће зараде, али и ризик, обично би куповали *mezzanine* траншу, док је транше са највећом зарадом и ризиком теже продати и уколико их инвестициона банка не прода, оне остају у њеном власништву.⁴⁷⁵ Партиципативне обвезнице, које спадају у сениор траншу, понекад су обезбеђене и неким средством обезбеђења, те се њихов квалитет гарантује и на тај начин, а не само на основу ефекта водопада.⁴⁷⁶

Поделу на претходно поменуте транше треба схватити условно, јер је честа појава да се издају само три транше *senior tranche*, *mezzanine tranche*, и *equity tranche*, али се може десити да постоји много више транши, рецимо две или три *senior tranche*, три или четири *mazzanine tranche*. Уобичајено је да се ниже транше не гранају, већ постоји само једна. Разлог је што оне већ спадају у обвезнице високог приноса (енг. *high yield*), али и високог ризика, те нису толико привлачне за инвеститоре и често остају непродате, будући да према скалама рејтинг агенција спадају у ХОВ које нису за инвестирање.

⁴⁷³Милош Драгосавац, „Колатерализоване дужничке облигације“, *Школа бизниса*, бр. 3/2012, стр. 30.

⁴⁷⁴Jennifer O’Hare, “Synthetic CDOS, Conflicts of Interest, and Securities Fraud”, *University of Richmond Law Review*, Vol. 48, No. January 2014, p. 672.

⁴⁷⁵J. O’Hare, *op. cit.*, p. 672-673.

⁴⁷⁶Види: Erica Handling, „Eurocredit Collateralized Debt Obligation Notes“, *International Financial Law Review*, Vol. 18, No. 1/1999.

С обзиром на врсту активе емисије, можемо направити основну поделу структурисаних партиципативних обвезница на *collateral mortgage obligations*, код којих су актива хипотекарни кредити и *collateralized asset backed securities*, где у активу спадају сва потраживања, изузев оних проистеклих из хипотекарних кредита. Ове врсте се потом даље гранају на бројне подврсте.

Collateral mortgage obligations (даље у тексту: *СМО*)⁴⁷⁷ као своју најчешћу активу имају *subprime mortgages*, односно хипотеке лошијег квалитета, чији корисници имају лошу кредитну историју, као и примања која су често неусклађена са висином рате, те је већа шанса да оваква хипотека не буде отплаћена. Теоријски, могуће је да се у активи налазе и *prime mortgages*, али због саме концепције овог типа секјуритизације то најчешће није случај. *Prime mortgages* су најчешће секјуритизоване без структурисане секјуритизације, будући да оне имају увек највиши квалитет, те није потребно вршити структурисање и примену ефекта водопада. *Subprime* хипотеке се због тога управо распоређују у транше, како би се омогућило инвеститорима да изаберу степен ризика и дужину отплате који њима одговара. Управо овај вид структурисаних обвезница узроковао је финансијску кризу 2008. године. Наиме, банке су почеле да одобравају кредите без испитивања кредитне способности клијената, једино је вредност оптерећене непокретности морала бити већа од вредности кредита, а разлика у односу на *prime mortgages* је та да је каматна стопа била већа за 3% до 5%.⁴⁷⁸ Кредитирани је требао једино да потпише парче папира, на којем је истакнуто да је он као корисник кредита убеђен да може отплатити кредит.⁴⁷⁹ Вредности непокретности су нереално скочиле, са нереалним очекивањима да ће стално у будућности расти, што је направило балон који је пукао. Због ефекта „водопада“, долазило је до тога да је већина транши од стране рејтинг агенција оцењено са највишим квалитетом.⁴⁸⁰ Овакве обвезнице, номинално су имале исти *AAA* квалитет, као и партиципативне обвезнице, за које су гарантовале агенције за осигурање стамбених кредита.⁴⁸¹ Због ризика који су поседовале, неколико последњих транши у емисији, ретко када је продавано и оне су остајале у билансима банка, не рефинансиране. Ове транше, потом су биле препакиване и емитоване су нове емисије *СМО*, које су оцењене са инвестиционим рејтинзима (*AAA*

⁴⁷⁷ Овај тип секјуритизације се сврстава у *mortgage backed securities*, будући да им је основа у хипотекама, а не у другој активи, што је случај код *asset backed securities*.

⁴⁷⁸ Alan M. White, „The Case for Banning Subprime Mortgages“, *University of Cincinnati Law Review*, No. 77/2008, p.617.

⁴⁷⁹ *Ibidem*.

⁴⁸⁰ J. O’Hare, *op. cit.*, p. 674.

⁴⁸¹ A. M. White, *op. cit.*, p. 618.

до *BBB* нивоа).⁴⁸² Хипотеке које су као актива служиле у једној структурисаној секјуритизацији, изнова су коришћене у емисији других *СМО*, те се тржиште на основу исте активе нерално увећало, јер су емитоване *ХОВ* оцењене највишим квалитетом. Ово је омогућило банкама потпуно рефинансирање свих кредита, без обзира на кредитни рејтинг корисника. У стварности, *СМО* је постао покретач ланаца нерационалног одобравања хипотекарних кредита, уз нереалне цене непокретности, стварајући балон који је 2007. пукао.⁴⁸³

У случају *collateralized asset backed securities*,⁴⁸⁴ као основа за секјуритизацију узима се актива проистекла из портфолиа новчаних потраживања која нису обезбеђена хипотекама. Актива може проистећи из *true sale* или синтетичке (енг. *synthetic*) секјуритизације. *Asset backed securities* готово се увек издају структурисане, како би се искористио ефекат водопада и повећала привлачност ових *ХОВ* и смањено њихов ризик. Теоријски, могуће је замислити да се издају као неструктурисане обвезнице, али је у пракси то ретко. Уобичајено је да се све синтетичке секјуритизације врше као структурисане, те све оне самим тим спадају у ову врсту *ХОВ*.

Даљу карактеризацију ових *ХОВ* можемо извршити на основу активе за емисију, те постоје *collateral debt obligation* (даље у тексту: *CDO*), *collateral loan obligations* (даље у тексту: *CLO*), *collateral fund obligations* (даље у тексту: *CFO*). *CDO* као своју активу имају кредитна потраживања, повезана заједно у један портфолио,⁴⁸⁵ *CLO* као активу има потраживања привредних друштава, а *CFO* као активу има потраживања хец и других фондова. Као актива може послужити све, од студентских кредита, потраживања по основу кредитних картица, до кредита (изузев хипотекарних) и прихода целог привредног друштва.

2.3.5.3 Подела с обзиром на стање у билансима оригинатора

Од почетка деведесетих година двадесетог века развија се специфичан вид секјуритизације, базиран на расподели банкарских ризика. Наиме, банке су задржавале потраживања у својим билансима, а као актива се користе финансијски деривати оригинатора, проистекли из поступка хецинга. Будући да се као актива користе

⁴⁸²Ј. О’Наре, *op. cit.*, p. 674.

⁴⁸³Више: James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, New York, 2017.

⁴⁸⁴У литератури се ретко среће овај појам, већ се пре свега говори о *asset backed securities*, будући да готово све обвезнице овог типа бивају издате путем структурисане секјуритизације. Овај назив је употребљен да би се боље разумела сама подела.

⁴⁸⁵К. Ј. Нопт, С. Н. Сејбт, *et. all, op. cit.*, S. 34.

финансијски инструменти, овај вид секјуритизације добио је назив синтетичка секјуритизација (енг. *synthetic securitisation*).⁴⁸⁶ Дакле, настала је подела на праву (енг. *true sale*) секјуритизацију и синтетичку секјуритизацију.

У случају праве секјуритизације, долази до преноса банкарских потраживања на ДСН и на основу ове активе врши се емисија партиципативних обвезница. Најчешће долази до овог типа секјуритизације, чак и код структурисане секјуритизације. Код праве секјуритизације, оригинатор одговара само за постојање потраживања, али не и за њихову наплативост,⁴⁸⁷ те долази до правог факторинга и свих његових дејстава.

У случају синтетичке секјуритизације, долази до продаје ризика путем емисије партиципативних обвезница, које за активу имају финансијске инструменте из хеџинга. У овом виду секјуритизације потраживања се задржавају у билансима банке и не продају се, већ се новац за расподелу власницима партиципативних обвезница добија путем деривативних финансијских инструмената.

Разликујемо четири врсте деривативних финансијских инструмената; опције (енг. *options*), форварде (енг. *forwards*), фјучерсе (енг. *futures*) и свопове (енг. *swap*).⁴⁸⁸ Нису сви финансијски инструменти погодни да постану актива у овом типу секјуритизације, из разлога што се актива добија пре свега из токова новца, тако да робни финансијски инструменти⁴⁸⁹ нису подобни. Из тог разлога, не могу се користити форварди, опције и фјучерси, него само свопови. Своп је договор у којем се две стране обавезују да у одређеним временским тренутцима, према унапред одређеној математичкој формули, спроведу размену финансијских токова, који зависе од вредности једне или више актива.⁴⁹⁰ Економска основа овог типа секјуритизације је хеџинг финансијских токова,⁴⁹¹ односно расподела ризика.

⁴⁸⁶У нашој економској теорији, за обвезнице проистекле из синтетичке секјуритизације се користи појам деривативне хипотекарне обвезнице, који није тачан, јер се ради о партиципативним обвезницама, те би тачније било рећи синтетичке партиципативне обвезнице. Види: Јанковић, Милош, *Тенденције развоја и механизми регулације хипотекарних тржишта, докторска дисертација*, Универзитет Унион, Београдска банкарска академија - Факултет за банкарство осигурање и финансије, 2016; М. Драгосавац, *op. cit.*, стр. 29-37.

⁴⁸⁷Н. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1864.

⁴⁸⁸Nicholas H. Bingham, Rüdiger Kiesel, *Risk-Neutral Valuation: Pricing and Hedging of Financial Derivatives*, London, 2004, p. 2.

⁴⁸⁹Под овим појмом се мисли на финансијске инструменте који су усмерени на стицање, или могућност стицања права својине, било на сировинама, или ХОВ.

⁴⁹⁰N. H. Bingham, R. Kiesel, *op. cit.*, p. 4.

⁴⁹¹Хеџинг (енг. *Hedge*) је метода којом се инвеститор, путем склапања уговора, осигурава од промене цене робе, или финансијске активе.

Потреба за расподелом ризика јавила се будући да је банкарска индустрија нестабилна, те се периодично јављају кризе. Захтеви који су стављени пред банкарски сектор стално се повећавају путем Базел правила. Како су се ређале банкарске кризе, постало је очигледно да се осим ризика ликвидности и изложености јављају и други ризици, на које су банке морале да обрате пажњу, попут валутног ризика, када банкарске резерве нису биле деноминоване у истој валути као и пласмани, или каматног ризика, када банка по различитим стопама исплаћује своје дугове, а по другим стопама њој исплаћују дугове, што није могло увек да се израчуна.⁴⁹² Излаз из ове ситуације је било спајање деривативних инструмената из хединга и секјуритизације,⁴⁹³ те је настао нови производ на финансијском тржишту- синтетичке партиципативне обвезнице.

Недостатак тржишта деривата кредита (енг. *swap*) је то што се ради о међу банкарској трговини са минорним учешћем осталих лица, па је требало направити комбинацију кредитног деривата и секјуритизације, како би се поделио кредитни ризик на тржишту капитала, а ово је 1998. године успела управо синтетичка секјуритизација.⁴⁹⁴ У основи, постоје четири врсте кредитних деривата: *credit default swaps*, *credit spread products*, *credit default notes* и *total rate of return swaps*.⁴⁹⁵ Синтетичка секјуритизација се може поделити с обзиром на врсту деривата који се у њој користи.

Credit default swaps (даље у тексту: *CDS*) приватно су уговорени билатерални уговори, који се односе на неку активу попут дужничке облигације, ХОВ или групе ХОВ (индекса), а код којих једна страна (енг. *protection buyer*) тражи да умањи себи ризик изложености према предметној активи, а друга страна (енг. *protection seller*) се слаже да уђе у уговор, јер је сагласна са могућношћу да ће издавалац предметне активе упасти у губитак.⁴⁹⁶ Страна која се осигурава, плаћа лицу које га осигурава, одређене износе новца периодично (премију осигурања), како би се осигурала од пада вредности нпр. једне обвезнице, а овај износ ће бити плаћан, све док не наступи осигурани случај и вредност обвезнице падне испод уговорене вредности, када лице које је пружио

⁴⁹²I. Bell; P. Dawson, *op. cit.*, p. 547.

⁴⁹³*Ibidem*.

⁴⁹⁴*Ibidem*, p. 550.

⁴⁹⁵I. Bell; P. Dawson, *op. cit.*, p.552.

⁴⁹⁶Kristin N. Johnson, „Things Fall Apart: Regulating the Credit Default Swap Commons“, *University of Colorado Law Review*, No. 82/2011, p. 194.

осигурање мора да исплати уговорени износ осигурања кориснику осигурања.⁴⁹⁷ У овом случају, даваоци осигурања не исплаћују купопродајну цену за партиципативне обвезнице, већ примају новац посредно од осигураног лица кроз ДСН, у складу са процентом учешћа, који им дају партиципативне обвезнице, практично као премију осигурања, уз обавезу да у случају наступања осигураног случаја изврше исплату износа осигурања, опет у складу са својим процентом учешћа. Дакле, овде се не емитују ХОВ, већ се у суштини склапа уговор.⁴⁹⁸

Credit default notes, (credit linked note, CLN) од *CDS* се разликују по томе што се ради о финансираној синтетичкој секјуритизацији.⁴⁹⁹ Основ овог посла је претходно описани *credit default swap*, с тим да у овом случају даваоци обезбеђења уплаћују осигурани износ, односно купују партиципативне обвезнице од ДСН-а и примају премију за осигурање од осигураног лица, али путем ДСН-а. Уколико осигурани случај не наступи, даваоци осигурања добијају уложени износ по истеку *CDS*-а, а у противном губе инвестицију.

Credit spread products су финансијски инструменти код којих се хеџинг инвестиције у једну дужничку ХОВ врши на тај начин што се упоређује вредност ове ХОВ и трезорских записа САД-а, при чему је квалитет дужничке ХОВ, у коју је извршено улагање, мањи од квалитета САД-а трезорских записа и уколико ова разлика буде већа од уговореног процента наступа осигурани ризик.⁵⁰⁰ Осигурано лице плаћа премију за осигурање кроз ДСН, која се расподељује у складу са процентом из партиципативних обвезница, док се инвеститори, као даваоци осигурања, обавезују да исплате разлику у случају наступања осигураног случаја. Уколико је овакво обезбеђење финансирано (финансирана секјуритизација), ради се о ХОВ, уколико није, тада се ради о уговору.

Total rate of return swap је обећање једне стране да плати капитални добитак и дивиденду одређене ХОВ или групе ХОВ (корпа ХОВ, индекс ХОВ), у замену за

⁴⁹⁷Више: К. N. Johnson, *op. cit.*

⁴⁹⁸Битно је ради разјашњења напоменути да, оригинатор склапа *CDS* са ДСН-ом, а потом се овај *CDS* практично дели на мање, на тај начин што се издају партиципативне обвезнице, које носе право на учешће у делу комплетног *CDS*-а. На овај начин се секјуритизација врши и у другим случајевима синтетичке секјуритизације.

⁴⁹⁹I. Bell; P. Dawson, *op. cit.*, p. 554.

⁵⁰⁰Више: Ming Huang, Jing-Zhi Huang, „How Much of the Corporate-Treasury Yield Spread Is Due to Credit Risk? *Review of Asset Pricing Studies*, Vol. 2 No. 2/2012; David Lando, „On Cox Processes and Credit Risky Securities“, *Review of Derivatives Research*, No. 2/1998, p. 99-120.

пријем фиксног износа у току истог временског интервала.⁵⁰¹ Осигурано лице плаћа капиталну добит и дивиденду преко ДСН-а, која се расподељује према процентима из партиципативне обвезнице, а даваоци осигурања се обавезују да ће исплатити уговорени осигурани износ (нефинансирана секјуритизација), или се исти одмах уплаћује путем купопродајне цене за партиципативне обвезнице (финансирана секјуритизација), те ДСН преноси овај износ на осигурано лице, уколико наступи осигурани случај, или у противном враћа новац инвеститорима. У првом случају ради се о уговору, а у другом о ХОВ.

Синтетичка секјуритизација може се даље поделити на финансирану (енг. *financed/funded synthetic securisation*), делимично финансирану (енг. *partially financed/funded synthetic securisation*) и нефинансирану (енг. *unfinanced/unfunded synthetic securisation*).⁵⁰²

Код финансиране секјуритизације, ДСН инвеститорима емитује партиципативне обвезнице у вредности покрића које мора да плати оригинатору, а инвеститори купују ХОВ код ДСН-а и полажу самим тим осигурани износ потребан за исплату, уколико дође до активирања осигураног случаја.⁵⁰³ Заузврат, у уговореним периодима оригинатор врши уплату (најчешће месечно) новчаног износа који је уговорен као цена осигурања.⁵⁰⁴ Уколико осигурани случај не наступи, ДСН враћа инвеститорима новац који су на почетку уложили, ради куповине ХОВ.⁵⁰⁵ Ако се осигурани случај активира, престају исплате власницима обвезнице који губе уложени новац, а ДСН је у обавези да исплати уговорену осигурану вредност оригинатору. Пример овакве ХОВ је *Credit linked note*.

Код делимично финансиране секјуритизације, долази до делимичне уплате инвеститора, док за преостали износ који је потребан као обезбеђење за позицију оригинатора, инвеститори дају само обећање да ће уколико дође до осигураног случаја исплатити пун износ потребан за секјуритизацију.⁵⁰⁶ Финансијски производ који се издаје не може се квалификовати као ХОВ, јер он повлачи за собом обавезу за

⁵⁰¹Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter M. Garber, „The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap“, NBER, Working Paper No. 10727, p. 6.

⁵⁰²Charles Davì, “Synthetic CDOs, Ratings, And Super Senior Tranches: Part 3”, *Derivative Dribble*, December 8, 2008, p. 1.

⁵⁰³I. Bell, P. Dawson, *op. cit.*, p. 556.

⁵⁰⁴*Ibidem*.

⁵⁰⁵*Ibidem*.

⁵⁰⁶C. Davì, *op. cit.*, p. 1.

инвеститора, да изврши уплату, уколико се деси осигурани случај. Стога, ради се о уговорном односу, а не о једностраној изјави воље и постоји модификовани *swap* уговор.

Код нефинансиране секјуритизације, инвеститори не исплаћују новац, већ само дају обећање исплате осигуране суме. Овде се ради о два *swap* уговора као и код делимично финансиране секјуритизације, а не о ХОВ. Једног између ДСН-а и оригинатора и другог између ДСН-а и инвеститора, којим је први уговор практично подељен на мање делове. Пример овог типа секјуритизације је *credit default swap*.

2.4 ЕМИСИЈА ХОВ НУЂЕНИХ ПРИВАТНОМ И ЈАВНОМ ПОНУДОМ

Ова подела је настала, с обзиром на то, да ли је објављивање понуде јавно или не, односно да ли постоји могућност њеног јавног оглашавања и рекламирања. Дистинкцију између јавне и приватне понуде битно је направити, јер се у теорији јавна понуда без објављивања проспекта често сматра приватном, што није тачно. ЗТК под јавном понудом ХОВ сматра свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових ХОВ, а јавном понудом се сматра понуда и продаја ХОВ преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента.⁵⁰⁷ Идентичну формулацију садржи и право ЕУ.⁵⁰⁸ Дакле, у поступку јавне понуде, емитент може јавно рекламирати и нудити ХОВ које издаје, за разлику од приватне понуде где то није могуће. Право ЕУ наводи да приватна понуда постоји када се ХОВ емитују, без могућности стицаоца да донесе добровољну одлуку о стицању, укључујући и случај када пријем таквих ХОВ није могуће одбити или при аутоматској подели ХОВ од стране суда, као у случају стечаја.⁵⁰⁹ Поменуто решење није термилошки добро примењено, будући да исти пропис наводи да се под јавном понудом без обавезе објављивања проспекта подразумева и додељивање ХОВ управи и запосленима, а што претходна дефиниција искључује.⁵¹⁰

ЗТК не даје дефиницију приватне понуде, већ треба применити ЗОО, који даје дефиницију понуде и опште понуде. Под понудом, подразумева се предлог за закључење уговора, учињен одређеном лицу, који садржи све битне састојке уговора,

⁵⁰⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37.

⁵⁰⁸VO (EU) 2017/1129, Art. 2, Abs. 1, Sublit. d.

⁵⁰⁹VO (EU) 2017/1129, Präambel Art .22.

⁵¹⁰VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 4, Sublit. i.

тако да би се његовим прихватањем могао закључити уговор.⁵¹¹ Општа понуда је предлог за закључење уговора, учињен неодређеном броју лица који садржи битне састојке уговора, чијем је закључењу намењен и важи као понуда, уколико другачије не произилази из околности случаја или обичаја.⁵¹² Понуда упућена једној или групи личности које су тачно познате понудиоцу назива се приватном, док општа понуда нема унапред одређеног адресата. Приватна понуда ХОВ постоји када су сви стицаоци унапред познати, те се понуда ХОВ врши без објављива јавног позива, рекламе или употребе било код јавног средства обавештавања. Оваква ситуација увек постоји када нејавно АД врши емисију акција, када јавно АД врши увећање основног капитала путем неновчаних улога или новчаних улога нуђених само унапред познатим лицима.⁵¹³ Све понуде регулисане у ЗТК и Уредби о проспекту ЕУ⁵¹⁴ називају се јавним, иако то у појединим случајевима није тачно. Наиме, у јавне понуде грешком се сврставају емисије акција које се нуде запосленима, директорима, члановима надзорног одбора или са њима повезаним лицима, повећање основног капитала из нето имовине друштва, емисија ХОВ која се врши из разлога спајања, или у случају понуде за преузимање привредних друштава.⁵¹⁵ Не постоји теоријско оправдање да се поменути случајеви уврсте у јавну понуду ХОВ, будући да се не врши јавно оглашавање понуде, а инвеститори су унапред познати.⁵¹⁶ Дакле, не треба поистовећивати појам приватне емисије и јавне емисије⁵¹⁷ ослобођене обавеза везаних за проспект, будући да у свим случајевима, осим у претходно поменутих, који су пропустом уврштени у јавне понуде, постоји јавно оглашавање понуде, што је карактеристика јавне емисије.

У теорији, јавна понуда ХОВ дефинише се као једнострана изјава воље (понуда или позив да се учини понуда за стицањем ХОВ) упућена јавности, којом се изражава намера за издавањем, односно продајом ХОВ и за време чијег трајања постоји конкретна могућност стицања ХОВ уписом и уплатом нових, или куповином

⁵¹¹ЗОО, чл. 32, ст. 1.

⁵¹²ЗОО, чл. 33, ст. 1.

⁵¹³Битно је напоменути да, у случају повећања основног капитала јавног АД новим улозима, било новчаним, или неновчаним, не мора одмах доћи до уврштавања емитованих акција у трговање, будући да постоји рок од две године за њихову уплату, те оне не могу бити укључене у трговање, док се не уплате. (Види: ЗПД, чл. 298, ст. 2 и 4.)

⁵¹⁴Види: VO (EU) 2017/1129.

⁵¹⁵Види: ЗТК, чл. 12.

⁵¹⁶Систематика овог рада ће пратити структуру ЗТК, те ће ради лакше обраде, ови проблематични случајеви на појединим местима бити обрађени заједно са емисијама нуђеним јавном понудом, пре свега у материји проспекта, иако ове емисије нису нуђене јавном понудом.

⁵¹⁷У теорији се ради лакшег изражавања, приватном емисијом назива емисија ХОВ нуђена приватном понудом, а јавном емисијом, емисија ХОВ нуђена јавном понудом, а исто се чини и у овом раду.

постојећих ХОВ.⁵¹⁸ Можемо разликовати две врсте јавних понуда и то непосредну (директну) јавну понуду, коју чини емитент или финансијски посредник, у име и за рачун емитента, и посредну (индиректну) јавну понуду, коју упућује покровитељ емисије у своје име, а за рачун издаваоца или у своје име и за свој рачун.⁵¹⁹ У другом случају, практично се ради о две различите понуде, прва је приватна, будући да емитент нуди ХОВ само покровитељу, а друга је јавна.⁵²⁰ Код приватне понуде ХОВ, понуда за упис је учињена само одређеном кругу инвеститора (најчешће квалификованим инвеститорима), који имају интерес за улагање у предметну емисију.⁵²¹

Код примарног промета ХОВ треба разликовати емисије дужничких ХОВ, код којих се склапа купопродајни уговор и емисије акција где се склапа уписни уговор.⁵²² Будући да уписни уговор има статусни карактер, путем њега се не могу прометовати дужничке ХОВ, стога се и у нашем праву дужничке ХОВ прометују купопродајом, чак и када емитент пропише да се попуњава уписница. У нашем праву, попуњавање уписнице искључено је једино у случају ХОВ емитованих од стране РС и НБС, будући да се прометовање истих, врши преко аукцијске платформе, без попуњавања уписнице. Без обзира на начин прометовања, битно је указати да емитент у јавној понуди ХОВ чини позив да се учини понуда (*invitatio ad offerendum*), осим у случају конверзије замењивих обвезница и вараната. Уколико би емитент чинио понуду, он би био у обавези да инвеститору преда ХОВ након попуњавања и предаје уписнице, односно давања налога за куповину. Међутим, одлука о томе да ли ће емисија бити реализована је на емитенту, али он не би требало да исказује самовољу. Због вршења злоупотреба при расподели пребукираних емисија, Берзанска експертска комисија Савезног министарства финансија СРН донела је препоруку под именом „Принципи за расподелу емитованих акција приватним инвеститорима“,⁵²³ који обезбеђују транспарентност при

⁵¹⁸Владимир Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, Универзитет у Новом Саду, 2009, стр. 48.

⁵¹⁹*Ibidem*, стр. 65-66.

⁵²⁰В. Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, стр. 66.

⁵²¹Р. Н. Assies, *et. all, op. cit.*, S. 1424.

⁵²²D. Einsele, *op. cit.*, S. 384. У немачкој правној теорији, заузима се став, да се дужничке ХОВ прометују путем купопродајног уговора, чак и у ситуацијама када се попуњава уписница, будући да уписни уговор има статусни карактер.

⁵²³Види: Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger, Herausgegeben von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen am 7. Juni 2000. (даље у фуснотама: GfZvAaP). Доступно на: <https://docplayer.org/3329150-Boersensachverstaendigenkommission-beim-bundesministerium-der-finanzen.html>, сајт посећен 27.01.2020. године.

расподели уписаних ХОВ. У нашем праву постоји обавеза да се у оквиру проспекта одреде параметри за расподелу емитованих ХОВ.⁵²⁴

Јавна понуда акција утиче на то да ли ће АД бити јавно или приватно, јер извршена јавна понуда ХОВ јесте услов да АД постане јавно. Наше законодавство не дефинише појам јавног АД, што је пропуст.⁵²⁵ Дата је дефиниција јавног друштва, где се наводи да је то издавалац који испуњава бар један од следећа два услова и то да је успешно извршио јавну понуду ХОВ, у складу са проспектом чије је објављивање одобрила КХОВ и да су његове ХОВ укључене у трговање на регулисаном, односно МТП тржишту у РС.⁵²⁶ Можемо закључити да сваки емитент без обзира на то да ли је то јавно правно лице или приватно правно лице, ДОО или удружење, добија статус јавног друштва ако изврши јавну понуду дужичких ХОВ, што није тачно. У праву СРН постоји дефиниција јавног АД (нем. *Börsennotierte AG*), где се наводи да је то АД чије акције су пласиране на тржиште, које је од стране државе добило дозволу и које се налази под надзором, а на ком се редовно врши трговање и исто је јавности доступно путем посредника или без посредника.⁵²⁷ Да би друштво постало јавно оно мора извршити емисију ХОВ путем иницијалне јавне понуде (енг. *initial public offering -IPO, warm listing*, нем. *Erstplatzierung*)⁵²⁸ или да су већ емитоване акције накнадно укључене на регулисано тржиште (енг. *cold listing*, нем. *kalten Börsengang*), али да пре тога буде израђен и одобрен проспект за укључење.

2.5 ЕМИСИЈА УЗ ОБАВЕЗУ И БЕЗ ОБАВЕЗЕ ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА

Ова подела направљена је с обзиром на својства емитента и начин вршења понуде, односно да ли је јавност којој је упућена понуда искључена или ограничена унапред одређеним законским условима. У случају емисије ХОВ нуђене приватном понудом, никада се не објављује проспект, јер је он везан само за јавне понуде ХОВ. У

⁵²⁴Види: Правилника о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом, прилог 2.

⁵²⁵Види: ЗТК и ЗПД.

⁵²⁶ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 43.

⁵²⁷AktG, Par. 3, Abs. 2.

⁵²⁸Под иницијалном јавном понудом (енг. *initial public offering -IPO, worm listing*, нем. *Erstplatzierung*) подразумева се први излазак АД на тржиште капитала. То се може десити у поступку sukcesивног оснивања АД, када од иницијалне јавне понуде зависи да ли ће друштво бити основано (sukcesивно оснивање, које у нашем праву није могуће), или у поступку трансформације приватног АД у јавно АД, када скупштина доноси одлуку о промени правне форме из приватног у јавно АД, након чега следи израда и одобравање проспекта за укључење акција у трговање на регулисано, или МТП тржиште. Прву иницијалну јавну понуду након 1940. године, код нас је учинило привредно друштво Финтел Енергија АД, 2018. године.

случају када се врши јавна понуда ХОВ, али је циљна група којој се нуде ХОВ ограничена, тако да потпада под неки од законом предвиђених изузетака од објављивања проспекта, ради се о емисији без обавезе објављивања проспекта. Јавно оглашавање, односно јавно позивање на упис и рекламирање јавне понуде ХОВ врши се код свих јавних понуда. Међутим, код јавне понуде без обавезе објављивања проспекта, склапање уписног уговора, односно купопродаја, ограничена је на одређени сегмент јавности, а у складу са законским изузецима. Будући да постоје два типа проспекта и то просpekt за јавну понуду и просpekt за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште, може се десити да је једна емисија ослобођена обавеза везаних за просpekt за јавну понуду, али није ослобођена обавеза везаних за просpekt за укључење у трговање. Ослобођење је најчешће предвиђено за дужничке ХОВ које се пласирају на ОТЦ тржишту, а поједини јавноправни субјекти су ослобођени од примене ЗТК у целини.

У случају јавноправних субјеката, који иначе могу издавати само дужничке ХОВ, обавеза објављивања проспекта код јавних понуда ХОВ у неким случајевима изостаје и то како код *nostro*, тако и код *loro* емисије. Наш закон предвиђа да се на РС и НБС не примењује ЗТК, те самим тим не подлежу обавези објављивања проспекта,⁵²⁹ док примена закона и обавеза везаних за просpekt није искључена за остале јавноправне субјекте, попут општина и градова, док у случају *loro* емисије закон не предвиђа никаква одступања. У праву СРН прописано је да обавезе везане за просpekt не терете државе чланице ЕУ као и територијалне организације ових држава, међународне организације јавног права којима припада најмање једна држава чланица ЕУ, Европску централну банку, централне банке држава чланица ЕУ.⁵³⁰ Понуде које врше претходно поменути јавноправни субјекти свакако су великог обима, а упућене су широком кругу лица. Међутим, због свог јавноправног карактера и сигурности пласмана у овакве ХОВ, будући да ова лица новац обезбеђују из пореског система, изостају класичне обавезе везане за јавну понуду ХОВ.

На основу ЗТК, под понудом ослобођеном од обавеза везаних за просpekt за јавну понуду сматра се понуда упућена само квалификованим инвеститорима, физичким или правним лицима који нису квалификовани инвеститори, чији је број мањи од сто, потом, уколико је појединачна номинална вредност ХОВ које се нуде

⁵²⁹ЗТК, чл. 5, ст. 1.

⁵³⁰WpPG, Par. 1, im Bezug auf VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

најмање 50.000,00 € у РСД противвредности или уколико је потребно уплатити најмање овај износ приликом уписа, ако је обим емисије мањи од 100.000,00 € рачунато у периоду од 12 месеци,⁵³¹ затим ако се врши замена већ издатих акција без повећања основног капитала, као и приликом понуде ХОВ које се дају као замена за акције друштва које се преузима, потом у случају емисије ХОВ у поступку спајања друштва, или емисије акција које се додељују постојећим акционарима уместо дивиденде, као и емисија ХОВ које се додељују бившим или садашњим члановима управе, или запосленима.⁵³² Закон намерно наводи да се у овим случајевима емитент може ослободити обавеза везаних за проспекат, али он то не мора. Дакле, на емитенту је да одлучи да ли ће тражити израду проспекта. Уколико ове ХОВ накнадно укључује на трговање на регулисано тржиште, а не постоји законско ослобођење од обавеза везаних за проспекат за укључење, целисходно је исти свакако израдити из разлога успеха емисије, будући да свакако постоји обавеза израде проспекта за укључење.

У сваком од претходно поменутих случајева, дошло је до ограничавања круга лица којима је понуда упућена, али круг инвеститора није унапред познат, те постоји општа понуда, али и ослобођење од обавеза везаних за проспекат. Понуда упућена само квалификованим инвеститорима ослобођена је обавеза везаних за проспекат, јер се ради о лицима која су високо специјализована, а уколико је вредност појединачне ХОВ или најмањи потребан износ за упис ХОВ 50.000,00 €, сигурно се ради о лицима која, иако немају статус квалификованог инвеститора, имају потребна знања и искуство за овакву инвестицију. Такве услове свакако не могу да испуне инвеститори из круга најшире јавности. Широке јавности нема ни у случају када је понуда ограничена бројем од сто лица или укупном вредношћу ХОВ до 100.000,00 €, будући да се ради о малој јавној понуди.

Обично се понуде учињене без проспекта за јавну понуду пласирају на ОТЦ тржиште, али је могуће накнадно укључење на секундарно трговање (енг. *cold listing*, нем. *kalten Börsengang*). У том случају, може се десити да је потребно саставити проспекат за укључење у трговање, те је целисходније одмах саставити проспекат при јавној понуди. Проспекат за укључење у трговање на регулисано или МТП тржиште није потребно саставити при укључењу акција, које у току периода од дванаест месеци чине мање од 10% од укупног броја акција исте класе које су већ укључене у трговање,

⁵³¹Поређења ради, у праву ЕУ овај праг је 75 милиона € у току 12 месеци (Art. 1, Abs. 4, Sublit. j, VO (EU) 2017/1129).

⁵³²ЗТК, чл. 12, ст. 1.

потом код акција издатих ради замене за акције исте класе које су већ издате, уколико се не повећава основни капитал, код ХОВ које се нуде као начин плаћања у понуди за преузимање (замена), под условом да сама понуда за преузимање по мишљењу КХОВ у себи садржи све податке које мора садржати и проспект, потом ХОВ које се нуде, додељују или ће бити додељене, у вези са спајањем друштава, с тим да одлука о спајању по мишљењу КХОВ у себи садржи све податке које мора садржати и проспект, затим акција које се издају постојећим акционарима без накнаде или као вид исплате дивиденде, које се нуде садашњим или бившим члановима управе, запосленима и на крају у поступку конверзије хибридних обвезница и вараната.⁵³³ Дакле, ослобођење у погледу проспекта за укључење у трговање не постоји за дужничке ХОВ, те је целисходније одмах израдити проспекат за јавну понуду, уколико се ове ХОВ укључују у трговање на МТП или регулисано тржиште. У ЕУ се могу укључити у трговање на МТП или регулисано тржиште, дужничке ХОВ ослобођене обавеза везаних за проспекат за јавну понуду, само уколико приступ таквом сегменту тржишта имају искључиво квалификовани инвеститори, у супротном се мора одобрити и објавити проспекат за укључење у трговање.⁵³⁴ Дакле, практично постоји исто решење.

2.6 *NOSTRO* И *LORO* ЕМИСИЈА

Ова подела је настала с обиром на то да ли се емисија ХОВ врши на домаће тржиште или на страно тржиште. Под домаћом емисијом (лат. *nostro*) подразумева се поступак емисије који обавља емитент са седиштем у држави емисије. Под *loro* емисијом подразумева се ситуација када емитент има седиште на простору једне државе, а емисија се врши на тржишту друге државе. Емисија на страно тржиште везана је пре свега за развијена тржишта капитала, у којима инострани емитенти емитују ХОВ да би прикупили капитал, који у матичној земљи не могу прикупити.

Приликом *loro* емисије мора се поштовати правна регулатива земље у којој се врши емисија ХОВ. Наши прописи такође предвиђају да се као меродавно право за берзанске послове примењују прописи земље седишта берзе.⁵³⁵ Дакле, ХОВ које се

⁵³³ЗТК, чл. 13, ст. 2.

⁵³⁴VO (EU) 2017/1129, Art. 5, Abs. 2.

⁵³⁵Закон о решавању сукоба закона са прописима других земаља („Сл. лист СФРЈ“, бр. 43/82 и 72/82 - испр., „Сл. лист СРЈ“, бр. 46/96 и „Сл. гласник РС“, бр. 46/2006 - др. закон, даље у фуснотама: ЗРСЗ), чл. 20, ст. 1, тач. 16. Дана 13.12.2003. године, усвојена је Хашка конвенција о колизионим нормама о депозиту хартија од вредности (нем. *Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte an Intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung*) коју су до сада прихватили једино САД, Швајцарска и Маурицијус. На основу ових правила као меродавно право треба применити право седишта депозитара, без обзира на то где се налази регистар ХОВ које се депонују, или седиште емитента. Дана

емитују у иностранству, морају се водити код централног депозитара у земљи емисије, проспект мора бити одобрен и израђен у складу са прописима те земље, а приликом уврштавања ХОВ на одговарајући сегмент тржишта капитала, морају се поштовати правила дотичне берзе и државе у којој иста послује. Морају се поштовати правила везана за информисање инвеститора, као и прописана садржина и својства за емитоване ХОВ у тој земљи. Због ових карактеристика *loro* емисије, до увођења дематеријализованих ХОВ није било могуће извршити емисију акција на страно тржиште. Приликом емисије дужничких ХОВ потребно је водити рачуна и о меродавном праву за случај доцње емитента, а код нас је у овом случају предвиђено да се примењује право државе седишта емитента.⁵³⁶

Сви правни системи предвиђају да се код АД мора увећати основни капитал при емисији, да се морају склопити уписни уговори одговарајуће садржине и водити управни и ванпарнични поступци пред органима управе или судовима, ради регистрације одлука које се доносе у поступку овакве емисије. Дакле, није могуће да једно АД спроведе повећање основног капитала у две земље, будући да оно не може ни имати два седишта. Код материјализованих ХОВ, немогуће је да АД изврши *loro* емисију својих акција. Могуће је да се издају депозитне потврде, које гласе на акције депоноване код депозитара земље емисије. Међутим, и у овом случају не ради се о *loro* емисији, будући да се код депозитних потврда, емитентом сматра лице које има у свом депозиту акције страног АД и на основу њих врши издавање депозитних потврда.⁵³⁷ У случају издавања депозитних потврда, ради се о домаћој емисији, јер емитент има седиште у земљи пласмана ХОВ.

Све остале ХОВ, изузев акција, могу бити емитоване на страно тржиште. Чак и хибридне обвезнице и варанти, с тим да се акције које се издају на основу ових ХОВ морају издати у поступку домаће емисије и морају бити уписане код домаћег централног депозитара. Дужничке ХОВ могу се издавати у поступку *loro* емисије, а најчешћи мотив за то су бољи изгледи за прикупљање капитала, али и пореске олакшице, због чега је чест случај да немачка привредна друштва емитују обвезнице у

09.10.2009. године на УНИДРОИТ конференцији у Женеви, усвојена је Конвенција о материјалном праву за депоноване хартије од вредности (енг. *UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*), коју је прихватила само једна држава преговарач, Бангладеш, те иста није ступила на снагу. Доступно на: <https://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/ convention.pdf>, сајт посећен 0709.2018. године.

⁵³⁶ЗРСЗ, чл. 26.

⁵³⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38.

Холандији. Тада се исте воде код централног депозитара, земље у којој се врши емисија, а сама емисија у целини иде према правилима предметне државе.

Специфичности у вези са *loro* емисијом настају након дигитализације берзанског пословања и увођења дематеријализованих ХОВ. Тада настаје могућност да се на америчко тржиште изврши емисија ХОВ, не само путем депозитних потврда (енг. *ADR-american depository receipts*), него и путем глобалних акција (енг. *global shares*).⁵³⁸ Дана 17. новембра 1998. године почело је трговање обичним акцијама *Deimler Chrysler AG*, првом регистрованом глобалном акцијом, на више светских берзи и то на *New York Stock Exchange* у \$ и на Франкфуртској берзи у *DM*, путем новоуспостављеног глобалног регистра који је повезивао немачке и америчке регистре и клиринг куће.⁵³⁹ Код овог типа акција, долази до емисије само једне акције глобално, уз успостављање једног глобалног регистра акција, путем координације агената продаје и клиринг корпорација, у циљу омогућавања трговања, клиринга и салдирања од једног тржишта до другог.⁵⁴⁰ За *loro* емисију су од значаја и Принципи за инфраструктуру финансијских тржишта,⁵⁴¹ које је усвојио BIS из Базела.

Када причамо о ЕУ она је специфична, будући да се ради о унутрашњем тржишту (нем. *Binnenmarkt*) где постоје олакшице, које готово одстрањују инострани елемент емисије. Ради се о међуситуацији, јер постоји унификација или хармонизација правних система, који функционишу у оквиру ЕУ. Са ступањем на снагу Европске Директиве о проспекту, уведен је европски финансијски пасош и са њим принцип порекла за емисију ХОВ, те је за одобравање проспекта надлежна држава чију припадност има емитент, а у случају дужничких ХОВ може бити надлежна и држава у којој се врши пласман.⁵⁴² Дакле, без обзира у којој земљи долази до пласмана ХОВ, за одобравање проспекта надлежна је држава порекла емитента. Европски парламент и Савет ЕУ су 23. јула 2014. године усвојили Уредбу о побољшању клиринга и салдирања у ЕУ и о централном депозитару,⁵⁴³ којом су проблеми везани за прекогранично депоновање ХОВ код централних депозитара готово решени, а у ЕУ је настало јединствено тржиште финансијских услуга. До увођења ове уредбе, постојао је проблем

⁵³⁸R. Marsch-Barner, *et. all, op. cit.*, S. 519.

⁵³⁹Andrew Karolyi, „Daimler Chrysler AG, the first truly global share“, *Journal of Corporate Finance*, No 9/2003, p. 409.

⁵⁴⁰*Ibidem*, p. 410.

⁵⁴¹Доступно на: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, сајт посећен 15.09.2018. године.

⁵⁴²D. Einsele, *op. cit.*, S. 422.

⁵⁴³Види: VO (EU) Nr. 909/2014.

емитовања акција истовремено у више држава чланица, будући да је оваква емисија морала да се врши преко депозитних потврда или евентуално на основу координације два централна регистра, као у случају везаном за Америку. Дакле, није постојало једно јединствено тржиште. На основу ове директиве, сваки централни депозитар са дозволом за пословање у једној држави ЕУ, могао је да отвори свој огранак у другој држави чланици⁵⁴⁴ и да се ХОВ депоноване код њега уведу на листинг те државе.⁵⁴⁵ Ова директива омогућава и трећим државама, које нису чланице ЕУ, да њихови централни депозитари оснивају огранке у ЕУ, како би се ХОВ емитоване у тим земљама пласирале на тржиште ЕУ.⁵⁴⁶

У случају дужничких ХОВ, могуће је да емитент из иностранства изврши пласман *eurobond*-а,⁵⁴⁷ а он то чини према правилима државе пласмана, уз упис код централног депозитара те државе или код међународног централног депозитара овлашћеног на основу међународног уговора. У упоредном праву, могуће је да захтев за упис ХОВ поднесе и сам емитент, али је чешће да то чини финансијски посредник. У нашем праву захтев може поднети само финансијски посредник. Специфичност ЕУ је финансијски пасош за инвестициона друштва. Наиме, инвестиционо друштво основано у било којој држави чланици ЕУ може да врши инвестиционе услуге и пружа савете, на територији било које друге државе ЕУ.⁵⁴⁸

Што се тиче домаћих прописа, ЗТК прописује да је могуће извршити емисију ХОВ са страним елементом и то како страних на наше тржиште, тако и наших на страно тржиште. У случају издавања дужничких ХОВ, страни емитент који би желео да изврши емисију на нашем тржишту мора такве ХОВ уписати у ЦРХОВ⁵⁴⁹ и добити дозволу за објављивање проспекта.⁵⁵⁰ Да би се добило одобрење проспекта, страни емитент мора поднети проспект сачињен у својој матичној земљи и одобрен од регулаторног тела матичне земље,⁵⁵¹ а уколико се врши емисија дужничких ХОВ

⁵⁴⁴VO (EU) Nr. 909/2014, Art. 23.

⁵⁴⁵VO (EU) Nr. 909/2014, Art. 49.

⁵⁴⁶VO (EU) Nr. 909/2014, Art. 25.

⁵⁴⁷Под појмом *eurobond*-а не треба подразумевати обвезнице са номинацијом у € (постоје наравно и такве обвезнице, али оне не спадају у ову класификацију), већ се ради о називу за све обвезнице, које се емитују у страниој држави по правилима те државе, дакле и уз упис у централни депозит државе у којој се врши емисија. Други називи за овај тип обвезница су *global bond*, *foreign bond*, *international bond*.

⁵⁴⁸R 2014/65/EU, Art. 34.

⁵⁴⁹ЗТК, чл. 39, ст. 8.

⁵⁵⁰ЗТК, чл. 39, ст. 1.

⁵⁵¹ЗТК, чл. 39, ст. 3.

деноминованих у иностраној валути, потребно је прибавити и дозволу НБС.⁵⁵² Проблематично је, да ли се може извршити емисија акција иностраног емитента. Наиме, ЗТК не предвиђа могућност да се оснује огранак иностраног централног депозитара у РС. Закон и подзаконски акти не остављају могућност да се може извршити повезивање нашег централног депозитара са страним централним депозитаром,⁵⁵³ стога се може закључити да није могуће. Међутим, на нашем тржишту је могуће извршити емисију депозитних потврда, а оне могу гласити и на акције страних емитената, те је посредно могуће извршити емисију акција страних емитената. У овом случају, неопходно је КХОВ-у доставити уговор о депоновању предметних акција или неке друге ХОВ,⁵⁵⁴ а на основу којих се врши емисија депозитних потврда.

Уколико наш емитент врши емисију ХОВ на инострано тржиште, ЗТК прописује да одобрење КХОВ-а није неопходно у случају пласирања дужничких ХОВ, или депозитних ХОВ које гласе на дужничке ХОВ, као и у случају када се нуде ХОВ без објављивања проспекта.⁵⁵⁵ Закон садржи контрадикторну одредбу која каже да се без одобрења КХОВ-а ван РС могу нудити ХОВ са или без објављивања проспекта, или да се укључују у секундарно трговање.⁵⁵⁶ При том, закон забрањује да се без дозволе врши пласман власничких ХОВ. Исти наводи да се власничке ХОВ могу нудити на иностраном тржишту, уколико је емитенту одобрен проспект за јавну понуду, или за укључивање у трговање ХОВ, када се КХОВ-у доставља благовремено обавештење,⁵⁵⁷ као и у случају да ХОВ не испуњавају прописане услове за објављивање проспекта, а уз претходну сагласност КХОВ-а.⁵⁵⁸

Поред тога што закон оставља могућност да се изврши емисија акција на инострано тржиште, то ипак није могуће учинити. Наиме, подзаконски акти не отварају могућност да се установе дупли регистри са другим централним депозитарима, па координација ових органа није могућа. Такође, наш централни депозитар није основао огранак у некој од држава ЕУ, да би се на тај начин водила евиденција о власништву над акцијама. Приступ подацима о власништву над акцијама мора бити стално доступан ЦРХОВ-у, јер се не води књига акционара и не постоји други начин да се установи ко

⁵⁵²ЗТК, чл. 39, ст. 4.

⁵⁵³Види: ЗТК и Правила пословања Централног регистра ХОВ.

⁵⁵⁴ЗТК, чл. 39, ст. 5. У овом случају депоновање се врши у земљи емитента, према правилима те земље.

⁵⁵⁵ЗТК, чл. 40, ст. 3, тач. 2.

⁵⁵⁶ЗТК, чл. 40, ст. 3, тач. 2.

⁵⁵⁷ЗТК, чл. 40, ст. 1.

⁵⁵⁸ЗТК, чл. 40, ст. 2.

има корпоративна права која произилазе из власништва над акцијама. Пласман акција нашег емитента на страном тржиште путем депозитних потврда био би могућ на основу законских решења, међутим подзаконски акти не регулишу депоновање ХОВ у случају издавања депозитних потврда у иностранству, те оваква емисија ипак није могућа.⁵⁵⁹

⁵⁵⁹Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ.

III. ТРЕЋИ ДЕО

УЧЕСНИЦИ И ЛИЦА ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСАО

Ко ће се јавити као учесник емисионог посла зависи од врсте емисије, односно да ли се врши сопствена, страна или комисиона емисија. Код сопствене емисије, постоји само један учесник емисионог посла, емитент, док се у случају стране емисије јављају два учесника, емитент и финансијски посредник. У комисионој емисији, поред емитента и финансијског посредника, јављају се посредни учесници који се не јављају код других типова емисије и то, оригинатор, сервисер и повереник.

Оригинатор обезбеђује активу на основу које се врши комисиона емисија. Због комисионе природе, оригинатор није формални учесник емисије, али је он кључни актер, комитент из комисионог односа и у његовом интересу се емисија врши. Осим што обезбеђује активу, он нема других функција и карактеристика на које би се могло указати, те неће бити обрађен у овом делу рада.⁵⁶⁰ Сервисер се стара о наплати активе, која је основа за емисију партиципативних обвезница. Он се увек јавља у овом типу емисије, будући да ДСН нема сопствене органе који би се бринули о наплати, а у пракси функцију сервисера најчешће врши оригинатор. Повереник врши контролу рада сервисера у интересу власника партиципативних обвезница, али ни он није формално учесник емисије. Како сервисер и повереник немају посебне карактеристике, осим функције коју обављају, ни они нису посебно обрађени у овом делу рада.⁵⁶¹

Поред учесника, разликујемо и лица од значаја за емисиони посао која обављају одређене функције од значаја за вршење, контролу или регулацију емисионог посла. Ова лица су регулаторно тело, централни депозитар, агенције за осигурање стамбених кредита, рејтинг агенције, квалификовани инвеститори, акционари, власници удела и чланови удружења. Потребно је указати и на међународне организације које имају значај за емисиони посао, будући да стварају предуслове за *loro* емисију, или утичу на регулисање емисионог посла.

⁵⁶⁰За више о оригинатору и његовој функцији погледај поднаслов: Партиципативна обвезница; Ванбилансна секјуритизација.

⁵⁶¹За више о сервисеру, поверенику и њиховој функцији погледај поднаслов: Обвезница; Партиципативна обвезница; Ванбилансна секјуритизација.

3.1 ЕМИТЕНТ

Емитент је правно лице које врши емисију серијских ХОВ на тржиште капитала. Разликујемо јавноправне и приватноправне емитенте. Јавноправни емитенти врше емисију дужничких ХОВ у циљу покривања дефицита буџета, финансирања пројеката или зарад спровођења монетарне политике, уколико је емитент централна банка. У ову врсту емитената сврставамо државе, централне банке, територијалне самоуправе и правна лица установљена зарад вршења јавних овлашћења и међународне организације. У приватноправне емитенте сврставамо привредна друштва, удружења, фондове, задужбине и фондације. Као специфичан приватноправни емитент, у случају комисионе емисије, јавља се ДСН. Емитент је главни учесник емисионог посла, будући да се у његовом интересу врши емисија ХОВ, осим у случају комисионе емисије када се иста врши у корист оригинатора.

3.1.1 Емитенти јавног права

Емитенти јавног права могу издавати искључиво дужничке ХОВ, а можемо их поделити на домаће и стране. Домаћи емитенти су РС, НБС, аутономне покрајине, јединице локалне самоуправе, правна лица корисници буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања.⁵⁶² У стране емитенте ЗТК убраја стране државе, државне органе, централне банке, међународне и наднационалне институције, попут, Међународног монетарног фонда, Међународне банке за обнову и развој, Међународне финансијске корпорације и осталих чланица групације Светске банке, Европску централну банку, Европску инвестициону банку, Европску банку за обнову и развој и сличне међународне организације.⁵⁶³

За емитенте јавног права, карактеристично је да су по правилу изузети од објављивања проспекта. У случају РС и НБС не примењује се ЗТК,⁵⁶⁴ те ови емитенти подзаконским актима регулишу емисију својих ХОВ, због чега изостаје обавеза објављивања проспекта, као и контрола од стране ЦРХОВ-а. Међутим, ЗТК се примењује на аутономне покрајине, јединице локалне самоуправе, правна лица кориснике буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања, стога се на њих примењује обавеза састављања и објављивања проспекта.⁵⁶⁵ У праву ЕУ,

⁵⁶²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38.

⁵⁶³ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38.

⁵⁶⁴ЗТК, чл. 5, ст. 1.

⁵⁶⁵*Argumentum a contrario* на основу ЗТК, чл. 5, ст. 1.

предвиђа се да државе чланице, њихове територијалне организације и централне банке не објављују проспекат.⁵⁶⁶ Овакво решење је шире од нашег, будући да обухвата аутономне покрајине, општине и градове. Ослобођење постоји и за међународне организације јавног права, чији је макар једна држава чланица ЕУ члан, потом за Европску централну банку, али и за ХОВ гарантоване од стране државе чланице ЕУ или њене територијалне самоуправе.⁵⁶⁷ Дакле, ослобођење постоји и у случајевима када држава и територијалне самоуправе пруже гаранцију другим емитентима, што је практично решење, будући да се бонитет државе и њених територијалних самоуправа преноси на емитета. Овакво решење не постоји у ЗТК, као ни у случају емитената за које гарантују страни јавноправни субјекти.

Јавноправни емитенти задужују се у складу са прописима који регулишу јавни дуг, те о емисији дужничких ХОВ одлучује орган који је надлежан за доношење буџета. На нивоу РС то је Народна скупштина, а код аутономних покрајина и локалних самоуправа њихове скупштине. У случају НБС емисија ХОВ се врши у циљу регулисања монетарне политике, а о емисији одлучује гувернер.⁵⁶⁸

Што се тиче типа дужничких ХОВ, које јавноправни емитенти могу издавати, не постоји *numerus clausus*, али је до сада РС издавала обвезнице⁵⁶⁹ и штедне обвезнице,⁵⁷⁰ а преко Управе за трезор државне записе.⁵⁷¹ НБС је издавала благајничке

⁵⁶⁶VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

⁵⁶⁷VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. b und d.

⁵⁶⁸Види: ОУПКХОВ, чл. 5.

⁵⁶⁹РС је вршила више емисије обвезница на страну и домаће тржиште капитала. Дана 21.11.2012. године емитовала је обвезнице у вредности од 750.000.000,00 \$ са каматном стопом од 5.25% и доспелашћу на дан 21.11.2017. године, (Види: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Prospekti/Srbija%202017.pdf>, сајт посећен дана 05.08.2018. године.) дана 4.10.2012. године покушана је емисија у вредности од 1.000.000.000,00 \$ са каматном стопом од 7.25 % и доспелашћу на дан 28.09.2021. године, међутим иста није успела, будући да је одеђена висока емисиона цена од 104,179 центи за сваки \$ дуга. (Види: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Prospekti/Srbija%202021%20Tap.pdf>, сајт посећен 05.08.2018. године), потом 23.11.2015. године, у вредности 85.695.000,00 €, са каматном стопом 2%, и доспелашћу на дан 23.11.2017.године (Види: <https://www.finanzen.net/anleihen/a18vbg-serbien-anleihe>, сајт посећен 05.08.2018. године.), као и многе друге. Емисије на домаће тржиште су нпр. вршене дана 08.11.2012. године, у вредности од 5.000.000.000,00 РСД са каматном стопом од 10% и доспелашћу на дан 07.11.2017. године (Види: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/RSO1215>, сајт посећен 05.08.2018. године.), као и обвезнице поводом измирења државног дуга по основу осигураног депозита за стару девизну штедњу. (Види: Законом о регулисању јавног дуга Савезне Републике Југославије по основу девизне штедне грађана „Сл. лист СРЈ“, бр. 36/2002.)

⁵⁷⁰РС је преко банке Поштанска штедионица АД Београд, вршила емисије штедних обвезница. (Више: <http://www.javnidug.gov.rs/lat/default.asp?P=147>, сајт посећен 05.08.2018. године.)

⁵⁷¹Државни записи су први пут емитовани 2003. године, (Више: http://www.mfin.gov.rs/newsitem.Php?&id=4226&change_lang=ls, сајт посећен 05.08.2018. године), а последњи пут на аукцији, одржаној 15. новембра 2016. године, када је продато 45,64 % обима емисије односно 4.563.720.000,00 РСД, са каматном стопом од 3,57% на годишњем нивоу и временом доспелости од 53 недеље. (Више: <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=12649>, сајт посећен 05.08.2018. године.)

записе,⁵⁷² те штедне записе,⁵⁷³, а аутономне покрајине⁵⁷⁴ и локалне самоуправе су издавале обвезнице.⁵⁷⁵ Домаћи емитенти јавног права су и правна лица корисници буџетских средстава, и организације обавезног социјалног осигурања.⁵⁷⁶ Дакле, као емитенти се могу јавити, јавна предузећа, институти, заводи, болнице, домови здравља, али и државни органи који имају статус правног лица, попут рецимо КХОВ. Ова лица до сада нису емитовала ХОВ.

3.1.2 Емитенти приватног права

Емитент приватног права може бити домаће или страно правно лице, које издаје или предлаже издавање ХОВ.⁵⁷⁷ У случају емисије депозитних потврда, ЗТК предвиђа фикцију да ће се емитентом сматрати лице које издаје ХОВ које представљају те депозитне потврде,⁵⁷⁸ а не финансијски посредник који у реалности издаје ове ХОВ. Емитент може бити само правно лице, док физичка лица не могу емитовати серијске ХОВ. Домаће правно лице је регистровано у држави у којој се врши издавање или има статус једнак домаћем. Статус једнак домаћем постоји на основу међународних уговора, што је случај у ЕУ, где на основу примарног права⁵⁷⁹ постоји слобода промета

⁵⁷²Види: ОУПКХОВ. Благајнички записи се редовно издају од стране НБС од 2000. године. Преглед до сада издатих благајничких записа је могућ на: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_2/3_7_5_bz.pdf, сајт посећен 05.08.2018. године.

⁵⁷³Види: ОИШЗ. Штедне записе је НБС издала 8 пута и то почев од децембра 2005. до јула 2007. године, у укупној номиналној вредности од 9 милијарди РСД. (Више: http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/stedni_zapisi/index.html?cmsframe=printerfriendly, сајт посећен 05.08.2018. године.)

⁵⁷⁴АП Војводина је извршила шест емисија обвезница (Информатор о шестој емисији обвезница АП Војводине, Нови Сад, децембар 2015, стр. 13, доступно на: http://www.vojvodina.gov.rs/sites/default/files/Informator%20o%20C5%A1estoj%20emisiji%20obveznica_%20APV.pdf, сајт посећен 23.02.2020. године.) од чега је нпр. шеста емисија извршена крајем 2015. године у износу од 300.000.000,00 РСД, са каматом од 4,60% на годишњем нивоу, с полугодишњом исплатом купона, док се главница исплаћује у целини на дан доспећа, за 6 година од дана издавања. (Више: <http://www.convest.rs/izdavaoci.php?pg=izdapvoj&pmp=da>, сајт посећен 05.08.2018. године.)

⁵⁷⁵До сада је у РС неколико општина и градова издало обвезнице, а између осталих Нови Сад, Шабац и Стара Пазова. Издавање ових обвезница код нас је актуелно тек од 2011. године у склопу програма *EU Exchange*, (Више: <http://www.exchange.org.rs>, сајт посећен 05.08.2018. године.) који финансира ЕУ, а спроводи Стална конференција градова и општина-Савез градова и општина Србије. У склопу овог пројекта Град Нови Сад је први 2011. године издао муниципалне обвезнице, у укупном износу од 35 милиона € преко *Uni Credit* банке уз каматну стопу од 6,25% годишње, са роком доспећа од 12 година и грејс периодом од 2 године. (Више: <http://www.skgo.org/vesti/detaljno/876/novi-sad-emituje-municipalne-obveznice>, сајт посећен 07.08.2018. године.)

⁵⁷⁶Дефиницију организација обавезног осигурања, можемо наћи у чл. 2, ст. 1, тач. 2, Закона о централном регистру обавезног социјалног осигурања ("Сл. гласник РС", бр. 95/2018 и 91/2019), који предвиђа да се под организацијама обавезног социјалног осигурања сматрају организације за обавезно пензијско и инвалидско осигурање, здравствено осигурање и осигурање за случај незапослености.

⁵⁷⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38. Закон наводи да се емитентом сматра и лице које само предлаже емитовање ХОВ, иако емитент није лице чија емисија није успела. Међутим, због законодавне технике, законодавац је морао прописати претходно решење, будући да сваки потенцијални емитент мора испунити све законом постављене услове пре емисије, без обзира да ли ће она успети.

⁵⁷⁸ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38.

⁵⁷⁹Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), Lisabon, 1.12.2009., Art. 63-66.

капитала. Када емисију на домаће тржиште врши правно лице регистровано у другој држави, а које нема статус изједначен са домаћим правним лицем, ради се о страном емитенту. Тада се примењују додатна правила, па се нпр. морају израдити два проспекта, а у случају акција мора постојати и огранак матичног централног депозитара у земљи емисије.

У нашем праву, емитент може бити ортачко друштво, командитно друштво, ДОО, као и АД, дакле друштва капитала и друштва лица. Могу се појавити и привредна друштва посебне намене, попут затворених инвестиционих фондова. Поред привредних друштава, емитенти могу бити и друга правна лица, попут удружења, фондова, фондација, задужбина. Наравно, не могу сва лица емитовати све врсте ХОВ. Па тако акције, замењиве обвезнице на основу којих се стичу акције емитента и варанте на основу којих се стичу акције емитента, могу издавати само АД. Дужничке ХОВ могу издавати сва правна лица, с тим да, у случају емисије партиципативних обвезница, емитент може бити само привредно друштво, будући да је удружењима, задужбинама и фондацијама, забрањено да врше расподелу прихода, пошто се он користи само за остваривање циљева друштва.⁵⁸⁰

Удружења, фондови, фондације и задужбине, као емитенти се јављају у државама развијеног тржишта капитала где се емитују материјализоване ХОВ, у циљу промоције или обележавања неких важних догађаја и јубилеја, или дематеријализоване ХОВ у случају инвестиционе потребе. Најчешће фудбалски клубови, организовани у форми удружења, врше емисије обвезница својим навијачима.⁵⁸¹ Они често врше емисије лепо украшених материјализованих обвезница, са ниском номиналом, које представљају нумизматичку вредност, те се ретко презентују на наплату.⁵⁸² Наравно, и код других удружења постоји пракса емитовања материјализованих ХОВ, поводом годишњица и других важних датума.

⁵⁸⁰Види: Закон о удружењима („Сл. гласник РС“, бр. 51/2009, 99/2011 - др. закони и 44/2018 - др. закон), чл. 41, ст. 1.

⁵⁸¹Регистровано удружење Фудбалски клуб Гелсенкирхен Шалке 04 (нем. *Fußballclub Gelsenkirchen-Schalke 04 e.V.*) редовно врши емисије обвезница и то материјализованих и дематеријализованих. Види: https://diuc8kncb0k15.cloudfront.net/content/uploads/2017/10/2016_Wertpapierprospekt.pdf, сајт посећен 08.08.2018. године.

⁵⁸²Примере оваквих нумизматичких ХОВ могуће је наћи на: <https://www.sammleraktien-online.de/html/de/pfandbriefe-anleihen-kommunalschulden/dekorative-schmuckanleihen-und-schmuckpfandbriefe>, сајт посећен 08.08.2018. године.

У нашој пракси приватноправни емитенти су емитовали пре свега акције, а није извршена нити једна емисија варанта и замењивих обвезница, док су само једном емитоване обвезнице,⁵⁸³ а комерцијалне записе је емитовало једно лице.⁵⁸⁴

3.1.2.1 Банка као емитент

Банка се најчешће налази у улози емитента, а може емитовати све врсте ХОВ, са изузетком ХОВ резервисаних за емитенте јавног права. У нашем праву, банка је АД са седиштем у РС које има дозволу за рад НБС и обавља депозитне и кредитне послове, а може обављати и друге послове у складу са законом.⁵⁸⁵ У упоредном праву не постоји овако стриктно ограничење у погледу форме. У праву СРН, комерцијалне банке је могуће основати у било којој правној форми предвиђеној за приватноправна друштва, са изузетком предузетника (нем. *Einzelkaufmann*), што је од 1976. забрањено за кредитне институте.⁵⁸⁶ Немачки кредитни систем састоји се из три стуба комерцијалних банака, кредитних института организованих на бази чланства (кредитне задруге) и јавноправних института.⁵⁸⁷ У нашем правном систему не постоје кредитне задруге, мада су у прошлости постојале, док постоји неколико јавноправних кредитних института, попут Фонда за развој Републике Србије, који је правно лице законом основано од стране државе⁵⁸⁸ и Развојног фонда Војводине, који је организован као ДОО основан на основу закона.⁵⁸⁹ Јавноправни кредитни институти, у нашем правном систему, могу издавати ХОВ.

За банку је специфично да само она може емитовати покривене обвезнице. Приликом вршења билансне секјуритизације, прописују се посебни услови које емитент мора испунити. У праву СРН, предвиђено је да банка мора имати минимум 25 милиона евра капитала, дозволу за обављање кредитних послова, да се мора организовати посебно одељење у оквиру банке које ће бити задужено за емитовање покривених обвезница, да мора донети своје интерне документе о вођењу

⁵⁸³Обвезнице је издала Телефонија АД. Београд, приватном емисијом 2010. године у вредности 50 милиона РСД (око 500.000,00 €) са роком доспећа од четири године, и каматом од 7,5% плус 12-месечни Еурибор. (Више: <https://www.ekapija.com/news/326261/telefonija-emitovala-prve-dugorocne-korporativne-obveznice-na-srpskom-trzistu>, сајт посећен 08.08.2018. године.)

⁵⁸⁴Комерцијалне записе је 2001. године више пута емитовао Мобтел Србија ДОО Београд, са вредношћу емисија од 180 милиона РСД (Више: <https://www.blic.rs/vesti/drustvo/komercijalni-zapisi-mobtela-obezbedjeni-akceptnim-nalozima/v53pd0h>, сајт посећен 08.08.2018. године.)

⁵⁸⁵Закон о банкама, чл. 2, ст. 1.

⁵⁸⁶Reinfrid Fischer, Thomas Klanten, *Bankrecht, Grundlagen der Rechtspraxis*, Köln, 2010, S. 38.

⁵⁸⁷R. Fischer, T. Klanten, *op. cit.*, S. 26.

⁵⁸⁸Закон о Фонду за развој Републике Србије („Сл. гласник РС“, бр. 36/2009, 88/2010, 119/2012 и 5/2015), чл. 3, ст. 1.

⁵⁸⁹Закон о развојном фонду Аутономне Покрајине Војводине („Сл. гласник РС“, бр. 124/12), чл. 2, ст. 1.

рачуноводства и надзору овог одељења и да се морају контролисати банкарски ризици везани за масу покрића.⁵⁹⁰

3.1.2.2 ДСН као емитент

ДСН (нем. *Zweckgesellschaft*, енг. *special purpose vehicle*) у нашем праву није дефинисан, будући да ни ванбилансна секјуритизација није могућа. Такође, ДСН се не дефинише у праву СР Аустрије⁵⁹¹ и Швајцарске.⁵⁹² У праву ЕУ, ДСН се дефинише као ентитет чија је једина сврха да изврши секјуритизацију, као и друге активности које су потребне да би се постигла та сврха.⁵⁹³ У праву СРН, он је дефинисан као привредно друштво чија је основна сврха да путем емисије ХОВ, или на неки други начин, сакупи средства или имовинске погодности, како би од рефинансирајућег друштва или рефинансирајућег посредника прибавило потраживања из пословања рефинансирајућег друштва, или привредне ризике без преноса самог права.⁵⁹⁴

Основни захтев у погледу ДСН-а је да он може самостално отићу у стечај, због чега је избор правне форме ограничен на неку од форми друштва капитала.⁵⁹⁵ У пракси се избор форме додатно ограничава због трошкова на ДОО, или труст у англосаксонском праву. За разлику од англосаксонског права, у континенталном праву ДСН није могуће организовати у форми труста, будући да не постоји регулисан

⁵⁹⁰PfandBG, Par. 2, Abs. 1.

⁵⁹¹Види: BWG.

⁵⁹²Види: Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (Stand am 1. Januar 2020) Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf die Artikel 34 ter, 64 und 64 bis der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 2. Februar 1934. У Швајцарској Конфедерацији, постојала је законодавна иницијатива, да се у правни систем уведе труст, која је одбијена. (Више. <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaefft?AffairId=20183383>, сајт посећен 28.09.2018.године). Битно је навести да је ова земља потписница Хашке конвенције о трусту (енг. *Convention on the law applicable to trusts and on their recognition*) од 01.07.1985. године.

⁵⁹³Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, Art. 4 Abs. 1, UAbs. (an).

⁵⁹⁴KWG, Par. 1, Abs. 26.

⁵⁹⁵Упоредна права познају више правних форми него наше, па тако у праву СРН постоји *GmbH & Co KG*, (нем. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft*), *KgaA* (нем. *Kommanditgesellschaft auf Aktien*), *UG* (нем. *Unternehmergesellschaft*), *SE* (нем. *Societas Europaea*) поред и нама познатих АД (нем. *Aktiengesellschaft*, *AG*) и ДОО (нем. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, *GmbH*). Што се тиче *GmbH & Co KG* и *KgaA* односно командитног друштва на акције, или на уделе, не постоји законска сметња да се она оснивају и у нашем праву, будући да се и у праву СРН она не дефинишу посебно законски, већ се комбинују правила командитног друштва и друштва ограничене одговорности. Наиме, да би ова друштва настала, довољно је да се комплементар оснује у некој од ових форми друштва. Сврха оснивања оваквог типа друштва је у томе да командитор може иступити из друштва и узети своју имовину, без обзира на оправданост разлога за иступање.

комисион (енг. *trust*),⁵⁹⁶ осим у материји купопродаје где такође постоје разлике, будући да је труст институт са стварно правним елементима, а комисион уговорно правни. Труст као правно лице има фидуцијарну одговорност према оригинатору, те исти након прибављања купопродајне цене преноси примљена средства на оригинатора. У случају континенталног ДСН-а, уговорима се мора симуловати слична правна ситуација као у трасту и путем уговора се мора пренети имовина на ДСН, уз обавезу истог да након успешне емисије изврши исплату оригинатору.

Уколико у континенталном праву посматрамо појединачно све кораке у поступку ванбилансне секјуритизације, није могуће уочити комисиону природу овакве емисије. Наиме, у првом кораку се ради о правом факторингу (преносу потраживања на ДСН и њиховом извлачењу из биланса оригинатора), а у другом о издавању партиципативних обвезница од стране ДСН-а. Тек уколико поступак посматрамо у целини и у обзир узмемо економску логику која стоји иза оваквог посла,⁵⁹⁷ добијамо слику да се ради о комисионом послу. Због тога, неки теоретичари сматрају да се у овом случају ипак не ради о комисиону, већ је реч само о емисији обвезница од стране ДСН-а.⁵⁹⁸

Труст се у *common law* систему јавља у два облика, приватни труст (енг. *private trust*)⁵⁹⁹ и хуманитарни труст (енг. *charitable trust*).⁶⁰⁰ Док се континентално право

⁵⁹⁶Комисион је најсличнији трусту, али се у суштини не ради о потпуно истом правном институту. То се најбоље види у случају када *trustee* отуђи неку имовину која му је поверена те на тај начин повреди фидуцијарну одговорност према бенефицијару. Тада, по правилима права труста, треће савесно лице, које стекне овакву имовину, постаје власник исте, а уколико је треће лице било несавесно и знало да је и *trustee* несавестан постоје правни лекови којима је могуће доћи до имовине. У континенталном праву не постоји оваква заштита, иако на први поглед то не изгледа тако. Наиме, по праву труста *trustee* иако је правно формално власник он то није. Ако би ову проблематику применили на комисион, долазимо до следећег закључка, да би комитент у овој ситуацији могао само тражити накнаду штете од комисионара, иако би доказао да су оба лица поступала несавесно, те не би могао добити своју ствар назад. Проблем је што се у овом случају не би могло рећи да је комисионар невластник, те применити правила о стицању од невластника. Разлог овоме је што је труст у англосаксонском систему институт са стварно правним елементима, док је комисион у континенталном, институт уговорног права, те се јављају ове суштинске разлике. Разлике се јављају и у материји стечаја, те уколико је *trustee* правно лице, његов стечај доводи до тога да би бенефицијар могао да истакне излучни захтев те на тај начин дође до своје имовине, иако је она формално у власништву труста. Значај труста као института у праву САД се може видети и по томе што се у америчком правном систему право конкуренције назива *Antitrust Law*. У нашем праву комисионо иступање није регулисано, међутим у пракси наших судова постоји неколико пресуда које су ипак дале правну заштиту и у случају комисионог заступања. Под условом да исто није супротно принудним правним прописима. Видети: Решење Окружног суда у Ваљеву, Гж.бр.1117/03 од 11.12.2003 године, Врховни касациони суд Републике Србије, Рев 1464/2014 од дана 16.09.2015. година.

⁵⁹⁷Економска логика овог посла је ослобађање биланса банке, ради избегавања примене правила о банкарским ризицима.

⁵⁹⁸Н. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1860.

⁵⁹⁹Овај вид труста се дели додатно на *private trust* и *business trust*, а с обзиром на то да ли се ради о правном лицу.

снажно одупирало приватном трусту, ипак је пружио релативно блиску замену за хуманитарни trust, у форми фондација приватног права.⁶⁰¹ Основна поставка оваквог комисионог посла је да комисионар (енг. *menager, trustee*) има правно власништво које је у суштини формално, док комитент (енг. *recipient, beneficiary*) има стварно власништво (енг. *equitable ownership*).⁶⁰² Комитент може у сваком тренутку тражити да му се преда његово власништво и то на правом заснован начин заштићен судском заштитом. Trust као правно лице не мора имати управљачку структуру која је предвиђена за привредна друштва.⁶⁰³ Дакле, trust се може организовати крајње либерално и може се уредити контрола и расподела зараде путем оснивачког акта.⁶⁰⁴

За ДСН био он организован по континенталном или англосаксонском праву, карактеристично је да располаже минималним сопственим капиталом, веома ограниченим средствима за рад, те да нема персонала.⁶⁰⁵ Дужници по потраживањима која служе за активу, често нису обавештени о факторингу који је обављен и преносу потраживања на ДСН.⁶⁰⁶ Како ДСН нема сопствени персонал, оригинатор узима на себе бригу о правном послу који је основа потраживања и о самом потраживању, дакле тзв. *Servicing*, а на основу уговора о контроли у управљању.⁶⁰⁷ Наравно, оригинатор добија одређену накнаду и за одржавање потраживања. Чак и уплате потраживања могу бити вршене преко рачуна оригинатора, а да би се инвеститори осигурали, уговара се да пријем новца од потраживања контролише независни повереник.⁶⁰⁸

3.2 ФИНАНСИЈСКИ ПОСРЕДНИК

На основу ЗТК, финансијски посредник (енг. *financial intermediary*, нем. *Wertpapierdienstleistungsunternehmen*) је лице у чије редовне активности или пословање спада пружање једне или више инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности.⁶⁰⁹ Дефиниција је преузета из права ЕУ.⁶¹⁰ Под инвестиционим услугама и активностима подразумева се

⁶⁰⁰Henry Hansmann, Ugo Mattei, „The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis“, *New York University Law Review*, Vol. 73, May/1998, p. 437.

⁶⁰¹*Ibidem*.

⁶⁰²*Ibidem*, p. 440.

⁶⁰³*Ibidem*, p. 472-473.

⁶⁰⁴*Ibidem*, p. 475.

⁶⁰⁵H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1848.

⁶⁰⁶*Ibidem*, S. 1849.

⁶⁰⁷*Ibidem*, S. 1849.

⁶⁰⁸H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1849.

⁶⁰⁹ЗТК, Чл. 2, ст. 1, тач. 4.

⁶¹⁰R 2004/39/EG, Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1; R 2014/65/EU, Art. 4, Abs. 1, Uabs. 1.

пријем и пренос налога, који се односе на продају и куповину финансијских инструмената, извршење налога за рачун клијента, трговање за сопствени рачун, управљање портфолијом, инвестиционо саветовање, услуге у вези са понудом и продајом финансијских инструмената без обавезе откупа, покровитељство и управљање мултилатералним трговачким платформама.⁶¹¹ Претходно наведене надлежности коинцидирају са онима из права ЕУ.⁶¹²

Инвестициона друштва можемо поделити на брокерско дилерска друштва и овлашћене банке. Претходно наведене надлежности могу обављати оба типа инвестиционих друштава, с тим да овлашћене банке могу обављати и послове депозитара инвестиционих јединица.⁶¹³ Ова подела потиче из права ЕУ, у којем се разликују инвестиционе фирме (енг. *investment firm*) и кредитне институције (енг. *credit institution*).⁶¹⁴ У праву СРН, између финансијских посредника, прави се разлика на банке (нем. *Kreditinstitute*) и институте који пружају услуге на финансијском тржишту (нем. *Finanzdienstleistungsinstitute*), а разлика настаје будући да је у искључивој надлежности банака вршење покровитељства.⁶¹⁵ У нашем праву, послове везане за посредовање могу вршити оба типа финансијских посредника.⁶¹⁶ Да би обављали своју делатност, инвестициона друштва морају добити дозволу регулаторног тела,⁶¹⁷ а као услов за добијање исте се наводи кадровска и организациона оспособљеност, техничка опремљеност,⁶¹⁸ те испуњавање одговарајућег капиталног цензуса.⁶¹⁹

Инвестиционо друштво своју делатност може обављати у оквиру државе у којој је регистровано, а под одређеним условима може обављати делатност и у иностранству и то без оснивања новог привредног друштва. Дакле, може се основати филијала у другој држави, али тада инвестиционо друштво мора прибавити дозволу надлежног државног органа у држави у којој се филијала оснива, али и сагласност ЦРХОВ.⁶²⁰

⁶¹¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач 8, подтачка 1-5, 7 и 8.

⁶¹²Види: R 2004/39/EG, Geändert am 02/01/2018 durch: Anhang I, Abteil A, R 2014/65/EG, Anhang I, Abteil A.

⁶¹³Види: Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019), чл. 93, и Закон о алтернативним инвестиционим фондовима („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019), чл. 155.

⁶¹⁴Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 (даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 575/2013), Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1 und 2.

⁶¹⁵KWG, Par. 1, Abs. 1 und 1a.

⁶¹⁶Види: ЗТК, чл. 149, ст. 1, тач. 3, у вези са ЗТК, чл. 2, тач. 8, подтачка 6.

⁶¹⁷ЗТК, чл. 147.

⁶¹⁸ЗТК, чл. 151.

⁶¹⁹ЗТК, чл. 149.

⁶²⁰ЗТК, чл. 158, ст. 1 и 2.

Страно инвестиционо друштво може основати филијалу у РС, ако испуњава услове за обављање делатности инвестиционог друштва и добије одговарајућу дозволу.⁶²¹ У оквиру ЕУ, установљен је тзв. финансијски пасош (нем. *Finanzpass*, енг. *financial passport*), који омогућава прекогранично пословање инвестиционих друштва, без ограничења. Оваква могућност пословања, уз јединствена правила о проспекту, омогућава слободу кретања капитала, као једног од темељних начела ЕУ. Државе чланице ЕУ морају омогућити да било која инвестициона фирма, овлашћена и одобрена од стране надлежног органа друге државе чланице, може слободно да пружа финансијске услуге и активности на њиховој територији, под условом да то друштво има дозволу матичне државе за обављање предметне делатности.⁶²² Ово правило је било од изузетног значаја за инвестиционе банке из Лондона, будући да је овај град био најзначајније тржите капитала ЕУ пре Брегзита. Лондонски „City“ је имао две функције у европском финансијском сектору, он је био чвориште великих европских банака и важио је за место уласка капитала из трећих земаља у ЕУ.⁶²³

У упоредном праву може се срести специфично правило да физичка лица могу имати поједина овлашћења инвестиционих друштава. У праву ЕУ, предвиђено је да државе чланице могу предвидети да се под инвестиционим друштвом имају сматрати и физичка лица, под условом да њихов правни статус омогућава ниво заштите за трећа лица, који пружају и правна лица и да се иста налазе под надзором регулаторног тела.⁶²⁴ Дакле, ради се о физичким лицима са регистрованој делатношћу, односно предузетницима.

3.2.1 Брокерско-дилерска друштва

Брокерско-дилерско друштво је инвестиционо друштво, у чије редовне активности или пословање спада пружање једне или више инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности.⁶²⁵ Дефиниција је у потпуности преузета из права ЕУ.⁶²⁶ Можемо рећи да је иста нејасна, јер одваја професионално обављање услуга и активности од пружања услуга и активности трећим лицима. Ова друштва према свим лицима одговарају у

⁶²¹ЗТК, чл. 158, ст. 3 и 4.

⁶²²Р 2014/65/EU, Art. 34, Abs. 1.

⁶²³Jakob Miethe, David Pothier, “Brexit: Was steht für den britischen Finanzsektor auf dem Spiel?“, *DIW-Wochenbericht*, No. 31/2016, p. 681.

⁶²⁴Р 2014/65/EU, Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1.

⁶²⁵ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 5.

⁶²⁶Р 2004/39/EG, Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1.

свом раду на основу стандарда доброг привредника, те по сили закона пружају професионалну услугу свим корисницима. Вероватно се приликом дефинисања разлика направила, будући да се услуге могу пружати професионалним и другим инвеститорима, али је извршена лоша формулација.

Назив ових друштава настао је у САД спајањем две речи и то *broker* и *dealer*, при чему се под дилером подразумева лице које купује ХОВ за свој рачун, како би зарадило на препродаји, док се под брокером подразумева неко ко купује и продаје ХОВ у виду услуге за друге. У праву СРН, користи се израз *Finanzdienstleistungsinstitute*.⁶²⁷

Послови које брокерско дилерска друштва могу обављати су пријем, пренос и извршење налога клијента, трговање за сопствени рачун (дилерски послови), управљање портфолијом (комисионо трговање), инвестиционо саветовање и управљање мултилатералним трговачким платформама.⁶²⁸ Закон предвиђа да ова друштва обављају и чување и администрирање ХОВ за рачун клијената,⁶²⁹ будући да се власнички рачуни у ЦРХОВ-у воде од стране финансијског посредника⁶³⁰ и послове везане за корпоративно саветовање и вршење истраживања и финансијских анализа и других облика општих препорука и инвестиционог саветовања.⁶³¹

У материји емисионог посла, финансијски посредници обављају послове везане за агенцијску емисију и за покровитељство.⁶³² У случају агенцијске емисије, финансијски посредник врши саветовање емитента, помаже му при изради одлука неопходних за емисију, врши *due diligence*, учествује у утврђивању емисионе цене, врши упис ХОВ код ЦРХОВ-а и заступа емитента приликом уврштавања ХОВ на регулисано или МТП тржиште. Он може вршити и продају емитованих ХОВ. У вези са покровитељством, обављају се претходно поменути послови, с тим да се врши и преузимање емитованих ХОВ или се дају гаранције у погледу успеха емисије. У упоредном праву се послови везани за покриће у пракси врше од стране банака, а у праву СРН исти су у искључивој надлежности банака. Наше решење је преузето из права ЕУ, где је предвиђено да брокерско дилерска друштва могу обављати послове

⁶²⁷Види: WpHg, Par. 2, Abs. 10; KWG, Par. 1, Abs. 1a.

⁶²⁸ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 8.

⁶²⁹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 9, подтачка 1.

⁶³⁰Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 31.

⁶³¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 9, подтачка 3 и 5.

⁶³²ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 8, подтачка 6 и 7.

покровитељства,⁶³³ али постоји могућност да националне власти искључе могућност да инвестициона друштва пружају услуге покровитељства,⁶³⁴ што је СРН урадила.

Да би брокерско дилерско друштво могло да обавља претходно поменуте послове, оно мора имати дозволу КХОВ-а за сваки од њих, а иста се издаје уколико су испуњени захтеви везани за адекватност капитала, кадровску, просторну и техничку опремљеност,⁶³⁵ а друштво мора бити основано у форми АД.⁶³⁶ Закон посебно не регулише да ли друштво мора бити јавно или нејавно АД, те су оба облика могућа.

3.2.2 Банка

У ЗТК се дефинишу овлашћене банке и кредитне институције. Овлашћена банка је инвестиционо друштво, које је организациона јединица кредитне институције, у чије редовне активности или пословање спада пружање једне или више инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности у вези са једним или више финансијских инструмената.⁶³⁷ Ради се о дефиницији која је садржински скоро идентична са дефиницијом дилерско-брокерског друштва и претходно изречена критика може бити примењена и овде. Разлика је у томе, да законодавац наводи да је овлашћена банка, у ствари организациона јединица банкарске организације која има дозволу за рад НБС. У овом случају, наш законодавац није пратио право ЕУ, већ је преуређена дефиниција везана за брокерско дилерско друштво. У праву ЕУ, кредитна институција се дефинише као институција која преузима на чување новчане депозите или друга отплатива средства из јавности и одобрава кредите за свој рачун.⁶³⁸ Дакле, слично дефиницији из Закона о банкама који банку дефинише као АД са седиштем у РС, које има дозволу за рад НБС и обавља депозитне и кредитне послове, а може обављати и друге послове у складу са законом.⁶³⁹

ЗТК садржи дефиницију кредитне институције, за коју каже да је то лице које обавља послове у складу са одредбама закона којим се уређују банке, односно кредитне институције. Дакле, ЗТК се позива на претходну поменуту дефиницију банке. Проблем у оваквој терминологији је недоследност. Наиме, у делу ЗТК о инвестиционим

⁶³³R 2014/65/EU, Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1 and 2; R 2014/65/EU, Anhang I, Abschnitt A.

⁶³⁴VO (EU) Nr. 575/2013, Art. 6, Abs. 4.

⁶³⁵ЗТК, чл. 151.

⁶³⁶ЗТК, чл. 147, ст. 2.

⁶³⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 6.

⁶³⁸VO (EU) Nr. 575/2013, Art. 4, Abs. 1, UAbs. 1.

⁶³⁹Закон о банкама, чл. 2, ст. 1.

друштвима, закон говори о кредитним институцијама,⁶⁴⁰ а посебно се регулише одељак под именом овлашћене банке.⁶⁴¹ У овом одељку, опет помиње кредитне институције, те да оне не могу обављати делатност инвестиционог друштва без дозволе КХОВ,⁶⁴² потом да овлашћена банка може обављати послове инвестиционог друштва,⁶⁴³ на крају наводи да овлашћена банка не може обављати делатност организатора тржишта, позивајући се на почетак члана у којем се помињу кредитне институције.⁶⁴⁴ Уколико се претходно поменуто упореди са дефиницијама из уводног дела, добија се потпуна збрка. У ЗТК постоји и колизија у погледу овлашћења кредитних институција и овлашћених банка.⁶⁴⁵

У основи би требало разликовати банку која има дозволу за обављање брокерско-дилерских послова, која је стога инвестиционо друштво, од оне која исту не поседује. Када банка нема овлашћење за обављање брокерско-дилерских послова, она може обављати додатне услуге из ЗТК⁶⁴⁶ и може бити члан покровитељског конзорцијума, али не може исти водити. Она не може вршити услуге у вези са агенцијском емисијом и вођењем покровитељства, јер није члан ЦРХОВ, те не може извршити упис ХОВ у ЦРХОВ.

Банка мора од КХОВ добити сагласност за обављање сваке појединачне инвестиционе услуге и активности.⁶⁴⁷ Предметни послови, као и код брокерско дилерских друштава, могу бити пријем, пренос и извршење налога који се односе на трговање, трговање за сопствени рачун, управљање портфолијом, инвестиционо саветовање, услуге покровитељства, услуге у вези са понудом и продајом финансијских инструмената без обавезе откупа и управљање мултилатералним трговачким

⁶⁴⁰ЗТК, чл. 147, ст. 3.

⁶⁴¹ЗТК, чл. 211-214.

⁶⁴²ЗТК, чл. 211, ст. 1.

⁶⁴³ЗТК, чл. 211, ст. 2.

⁶⁴⁴ЗТК, чл. 211, ст. 4.

⁶⁴⁵ЗТК, чл. 211, ст. 1, наводи да кредитна институција без дозволе КХОВ не може обављати послове из ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 8 и 9, док ЗТК, чл. 211, ст. 3, наводи да кредитна институција која нема дозволу КХОВ, може обављати послове из ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 9, при том уопште не условљава ово овлашћење дозволом КХОВ. Дакле, ради се о директној колизији у оквиру истог члана.

⁶⁴⁶Под додатним услугама се подразумева, чувања и администрирања финансијских инструмената за рачун клијената, укључујући и администрирање новчаним средствима и колатералом (управљање портфолијом), те одобравање кредита, или зајмова инвеститорима како би могли да изврше трансакције финансијским инструментима, да пружа корпоративне савете у вези са структуром капитала, пословном стратегијом, спајањем и куповином друштава и сличним питањима, као и услуге девизног пословања у вези са пружањем инвестиционих услуга, те да врши истраживања и финансијске анализе, или дати опште препоруке у вези са трансакцијама финансијским инструментима, те услуге у вези са покровитељством, те инвестиционе услуге и активности везане за изведене финансијске инструменте, попут фјучерса, опција, свопова и форварда. (ЗТК, чл. 211, ст. 3, у вези са ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 9.)

⁶⁴⁷ЗТК, чл. 211, ст. 1.

платформама.⁶⁴⁸ Овде увиђамо једно наизглед нелогично решење, а то је да банка која није регистрована за вршење брокерско-дилерских услуга, не може вршити продају емитованих ХОВ преко ОТЦ тржишта, чак ни у случају да је део покровитељског конзорцијума који на овај начин пласира ХОВ. Ово је последица чињенице да у нашем систему постоје само дематеријализоване ХОВ, а да би се продаја могла вршити, банка мора бити члан ЦРХОВ.

Банка има блаже услове за добијање дозволе за обављање инвестиционих услуга и активности од брокерско дилерских друштава, што је нормална последица тога да оне морају од НБС добити дозволу за рад и да се за њих траже јачи услови за пословање попут великог имовинског цензуса. ЗТК предвиђа да банке морају имати посебан организациони део, како би добиле дозволу да се мора посебно водити књиговодство за тај организациони део и да он мора испуњавати организационо, кадровско- техничке услове за обављање делатности,⁶⁴⁹ а ове обавезе су последица тога што пословање овог организационог дела контролише КХОВ а не НБС.

3.3 ОСТАЛА ЛИЦА ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСАО

На емисиони посао највећи утицај има регулаторно тело. У нашем праву то је КХОВ, која одобрава проспекат за јавну понуду и укључење на трговање и врши надзор над поштовањем законских и других прописа на тржишту капитала. Без учешћа регулаторног тела, није дозвољено вршити емисију ХОВ нуђених јавном понудом. Како се у данашње време већином емитују дематеријализоване ХОВ, обавезан учесник у емисији ових ХОВ постаје централни депозитар, без кога није могуће извршити емисију дематеријализованих ХОВ. За поступак секјуритизације дуговања, огроман је значај имају агенције за осигурање стамбених кредита. Оне осигуравају банкарска потраживања из стамбених кредита, а могу и саме бити емитенти или оригинатори у поступку секјуритизације. На емисију ХОВ, утицај имају и рејтинг агенције, квалификовани инвеститори, те акционари, чланови ДОО и чланови удружења. Рејтинг агенције су у неким случајевима, фактички обавезни чинилац емисије дужничких ХОВ. Наиме, законски није обавезна оцена квалитета емитоване ХОВ, али институционални инвеститори, попут инвестиционих, пензионих или здравствених фондова, имају ограничења у погледу квалитета ХОВ у које могу улагати новац. Стога, оцена квалитета постаје практично обавезујућа, јер ови улагачи у укупном тржишту учествују

⁶⁴⁸ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 8.

⁶⁴⁹ЗТК, чл. 212.

са великим процентом. Од значаја је и чињеница квалификованости инвеститора, будући да од тога зависи да ли емитент има обавезу објављивања проспекта. Још једна група лица која може имати утицај на емисију су акционари, власници удела и чланови удружења, будући да ова лица учествују у доношењу одлука којима се покреће поступак емисије и имају право пречег уписа емитованих власничких ХОВ.

3.3.1 Регулаторно тело

Регулаторно тело је државни орган који врши надзор на тржишту капитала, а у циљу тачне и правилне примене начела информационе симетрије, спречавања вршења манипулација и коришћења инсајдерских информација на тржишту капитала. Зачетак модерног законодавства у овој области настаје у САД, након велике депресије тридесетих година, када настаје први централистички уређен систем контроле (енг. *Securities Exchange Commission, SEC*).⁶⁵⁰ Овакав систем контроле је данас прихваћен као стандард, али је и код овог вида контроле долазило до проблема и пропуста, попут немогућности да се делује у случају лоше утврђиваног кредитног рејтинга дужничких ХОВ. У САД се након кризе из 2008. године расправља о потреби реорганизације *SEC*-а, будући да је у свакој деценији од 1950-тих било великих превара и скандала који су прошли не детектовано, све до тренутка када је било касно за деловање.⁶⁵¹ Данас је централизован систем контроле стандард, уз који се у појединим државама, попут СРН и СР Аустрије, јавља и децентрализован систем контроле. На нивоу ЕУ материја везана за регулаторна тела регулисана је у оквиру *MIFID 2* регулативе,⁶⁵² а истом је предвиђен централизован систем контроле.

У нашем систему је прихваћен централизован систем контроле од стране независног регулационог органа КХОВ, која може вршити посредну и непосредну контролу,⁶⁵³ а у циљу отклањања неправилности она може изрицати и одређене надзорне мере. Надзор КХОВ се протеже како на регулисано и МТП тржиште, тако и на ОТЦ тржиште, а контрола једино изостаје у случају када су емитенти држава и НБС. Субјекти надзора су лица која учествују у пословању берзе, а чије су радње и исправе предмет контроле.⁶⁵⁴ Предмет контроле може бити информациона симатрија, када се врши одобравање проспекта за јавну понуду, или укључивање на тржиште и контрола

⁶⁵⁰Leuis Loss, Joel Seligman, *Fundamentals of securities regulations*, New York, 2004, p. 67.

⁶⁵¹Katz G. Jonathan, „Reviewing the SEC, Reinvigorating the SEC“, *University of Pittsburgh Law Review*, No. 70/2010, p, 489.

⁶⁵²Види: R 2014/65/EU.

⁶⁵³ЗТК, чл. 93, ст. 2.

⁶⁵⁴Н. Јовановић, *нав дело*, стр 227.

финансијских извештаја јавних друштава. За емисиони посао од највећег значаја је управо ова надлежност, будући да обавезе везане за проспект заузимају централно место у јавној понуди ХОВ. Врши се и спречавање злоупотреба, путем контроле стицања значајног учешћа у емитенту, организатору тржишта и инвестиционим друштвима, те спречавање манипулативног и преварног понашање учесника у трговању и коришћења инсајдерских информација. Ова надлежност је од значаја приликом вршења стабилизације цене ХОВ на тржишту капитала, будући да се стабилизација курса одвија на стриктно предвиђен начин, како се не би радило о манипулацији на тржишту капитала. КХОВ у оквиру својих надлежности даје и одузима дозволе за рад инвестиционим друштвима и организаторима тржишта, те даје и одузима сагласност на именовање физичких лица на одређене позиције у ЦРХОВ, Фонду за заштиту инвеститора, инвестиционим друштвима и организаторима трговања.

Приликом вршења контроле, КХОВ може предузимати и одређене мере, попут изрицања налога за отклањање неправилности, јавно објављивање података од стране субјекта надзора или КХОВ, изрицање јавних опомена, али и озбиљније мере попут обуставе појединих активности⁶⁵⁵, поништавање предузетих радњи, новчаног кажњавања⁶⁵⁶, одузимања права гласа⁶⁵⁷ или дозволе за рад,⁶⁵⁸ а уколико се открију кривична дела, прекршаји или привредни преступ, долази до подношења одговарајућих пријава.

У СРН постоји централно регулационо тело (нем. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin*), као и децентрализован систем контроле, али је специфично да *BaFin* контролише целокупно финансијско тржиште, а не само тржиште

⁶⁵⁵КХОВ може у случају када постоји основана сумња да је дошло до повреде Закона, привремено обуставити јавну понуду, или укључење у трговање ХОВ, на највише 10 узастопних радних дана, а у случају злоупотреба на тржишту, рок обуставе није одређен.

⁶⁵⁶Новчана казна не може бити мања од 1% ни већа од 5%, капитала субјекта надзора по последњем финансијском извештају. Такође, члан управе може бити новчано кажњен износом који не може бити мањи од једне зараде, а ни већи од збира дванаест зарада које је тај члан примио у периоду од дванаест месеци, пре дана доношења решења. Решење о новчаном кажњавању је извршна исправа, те се иста може принудно извршавати, за разлику од других новчаних казни, које се могу једино претварати у затворске дане у случају не извршења.

⁶⁵⁷Уколико лице које је стекло значајно учешће у јавном друштву, или организатору тржишта не поступи у складу са својим законом установљеним обавезама везано за информисање, или давање дозволе за концентрацију капитала у организатору тржишта, КХОВ ће истима, решењем привремено одузети право гласа из акција у власништву тог лица, све док се обавезе прописане наведеним одредбама у потпуности не испуне.

⁶⁵⁸КХОВ може у законом прописаним случајевима одузети дозволу за рад организатору тржишта, инвестиционом друштву, као и физичким лицима, која полажу стручне испите пред КХОВ и од исте добијају дозволу за рад.

капитала.⁶⁵⁹ Уколико би направили поређење са нашим позитивним правом, овај орган би имао контролне надлежности које код нас имају НБС и КХОВ заједно. Развој и настанак савезне агенције, која ће вршити контролу у овој земљи, почео је релативно касно. Прво је 1994. године формирана Савезна служба за надзор трговином ХОВ (нем. *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe*), у оквиру Савезног министарства за финансије.⁶⁶⁰ У материји банкарског пословања 1961. године, након одлуке Савезног уставног суда, којим је решен сукоб око надлежности савезне државе и држава чланица, настала је Савезна служба за надзор над кредитним пословањем (нем. *Bundesaufsichtsamt für das gesamte Krediwesen, BAKred*)⁶⁶¹ Што се тиче материје осигурања од 1901. године, постојала је Царска служба за надзор (нем. *Kaiserliche Aufsichtsamt*), а након неколико реформи 1972. године, формирана је Савезна служба за надзор у материји осигурања (нем. *Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen, BAV*).⁶⁶² Све три агенције су 2002. године обједињене у једну (*BaFin*).⁶⁶³

У неким државама, поред централног регулационог тела, постоји децентрализовани систем контроле. У СРН је предвиђено да орган за берзански надзор,⁶⁶⁴ односно Савезна управе за надзор над финансијским услугама (нем. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) поставља комесаре, који своја додељена овлашћења и задатке обављају у циљу заштите поверења инвеститора у праведност и једнакост на берзи и ради вршења надзора над трговањем на берзи и контроле забране инсајдерског трговања и манипулација курсом и ценама на берзи.⁶⁶⁵ Иначе, надзор над тржиштем је до 1994. године био у надлежности држава чланица које су водиле политику немешања, те је од највећег значаја била саморегулација коју су доносиле берзе.⁶⁶⁶ У СР Аустрији, савезни министар за финансије поставља берзанске комесаре који врше надзор над тржиштем и учесницима по његовим директивама, наравно уз централно регулационо тело која има кључну улогу.⁶⁶⁷ У оба случаја, ови органи

⁶⁵⁹Више: Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) vom 22. April 2002 (BGBl. I S. 1310), das zuletzt durch Artikel 9 Absatz 6 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.

⁶⁶⁰Lotte Frach, *Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien: Die BaFin und die FSA im Spannungsfeld der Politik*, Wiesbaden, 2008, S. 61.

⁶⁶¹*Ibidem*, S. 62.

⁶⁶²*Ibidem*, S. 63.

⁶⁶³*Ibidem*, S. 63.

⁶⁶⁴Више о берзанском надзору у СРН: BörsG, Par. 3-3b; WpHG, Par. 6-24.

⁶⁶⁵S. Kümpel, *et. all, op.cit.*, S. 398-399.

⁶⁶⁶L. Frach, *op. cit.*, S. 60.

⁶⁶⁷Susanne Kalss, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, Wien, 2005, S. 96.

контролишу само трговања и немају утицај на емисију ХОВ и питања везана за проспект.

3.3.2 Централни депозитар

Централни депозитар (нем. *Centralverwahrer*, енг. *central securities depository*) је правно лице са повереним надлежностима у материји клиринга и салдирања ХОВ, те вођења и ажурирања законом установљених регистара ХОВ. Основна надлежност централног депозитара је обављање послова централне клириншке куће, у пословима са ХОВ. Овај систем вуче своје порекло из Енглеске, где је прва забележена клириншка кућа основана у Лондону 1775. године или нешто раније, будући да тачан датум није познат, а у циљу смањења количине потребног новца у банкарским поравнањима.⁶⁶⁸ Сам клиринг, тада се одвијао на тај начин, да је у договорено време, курир сваке банке одлазио у клириншку кућу, носећи запечаћену пошиљку са подацима о потраживањима према другим банкама, а пошто се скупе ови подаци, клириншка кућа издаје обрачун који се могао користити као кредит следећег дана у клирингу.⁶⁶⁹ Прва клириншка кућа у САД-у, установљена је од стране банака из Њујорка 1853. године, кад су се банке договориле да се пребијање међусобних потраживања и дуговања обавља преко трећег лица, клириншке куће.⁶⁷⁰ Данас је поступак клиринга и салдирања дигитализован и централизован, а врше га клириншке куће које имају дозволу регулационог тела у земљи у којој врше депоновање. Правило је да се акције депонују код централног депозитара у матичној држави, односно у огранку домаћег централног депозитара у земљи емисије, док се дужничке ХОВ депонују у држави у којој се врши емисија. Постоје међународни централни депозитари који имају дозволу да врше послове депоновања, клиринга и салдирања у више држава и то не само за дужничке, већ и за власничке ХОВ. То су нпр. *Clearstream Banking S.A. Luxembourg*,⁶⁷¹ *Euroclear S.A. Brussels*,⁶⁷² *London Clearing House Ltd*,⁶⁷³ *Euronext N.V.*⁶⁷⁴ *Monte Titoli S.p.A. Milano*,⁶⁷⁵

⁶⁶⁸Harvey White Magee, *Treatise on the Law of National and State Banks including the Clearing House and Trust Companies and Bank Acceptances*, Albany, 1921, p. 631.

⁶⁶⁹Више : Н. White Magee, *op. cit.*, p.639-640.

⁶⁷⁰Gary Gorton, “Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States”, *The Journal of Economic History*, No. 2/1985, p. 278.

⁶⁷¹Депозитар *Clearstream International S.A* је настао 2000. године фузијом *Deutsche Börse Clearing AG* и *Cedel International* те настаје међународни централни депозитар за дужничке ХОВ на нивоу ЕУ. У СРН послује *Clearstream AG Frankfurt*, као национални централни депозитар за Немачку, који је као и *Clearstream International S.A* у власништву *Deutsche Börse AG*. Више: <http://www.clearstream.com/clearstream-en>, сајт посећен 16.01.2019. године.

⁶⁷²Седиште овог централног депозитара је у Бриселу, али као Европско АД (*SE*), има седишта у Француској, Холандију, Белгију, Ирској, Велику Британију, Финској и Шведској, те је национални

SIX SIS AG Zürich.⁶⁷⁶ Дакле, у упоредном праву у једној држави, може бити издато више дозвола за обављање послова централног депозитара.

У нашем правном систему постоји само један централни депозитар, а то је Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности а.д., Београд (ЦРХОВ).⁶⁷⁷ Можемо рећи да се ради о јавноправном лицу, будући да истог може основати само држава, а овај орган доноси и прописе који су јавноправног карактера, док се у упоредном праву увек ради о приватноправном лицу. Поступак за оснивање централног депозитара није предвиђен у ЗТК, а ЦРХОВ је основан 2003. године одлуком владе. ЗТК не предвиђа ни поступак за оснивање огранка ЦРХОВ у иностранству, нити огранка страних централних депозитара у РС. Једино је предвиђено да се он мора основати у форми АД и да 51% власништва мора имати РС,⁶⁷⁸ стога одлуку о оснивању може донети само држава. Због овакве регулације, у нашем систему није могуће извршити *loro* емисију.

Значајно је напоменути да ЦРХОВ води регистре финансијских инструмената, додељује *ISIN* бројеве и *CFI* кодове, води евиденцију рачуна емитента, чланова ЦРХОВ и њихових клијената, врши упис права трећих лица на финансијским инструментима, обавља послове клиринга и салдирања на основу закључених трансакција са финансијским инструментима.⁶⁷⁹ ЦРХОВ отвара и води емисионе рачуне, власничке рачуне, депо рачуне, рачуне управљања, збирне, односно кастоди рачуне, заложне рачуне, рачуне сувласништва и депозитне рачуне.⁶⁸⁰ Такође, отварају се и воде новчани

централни депозитар и за ове државе. Више: <https://www.euroclear.com/en.html>, сајт посећен 16.01.2019. године.

⁶⁷³ Ова клиринг кућа има седиште у Лондону, али послује у САД и ЕУ. Више: <https://www.lch.com>, сајт посећен 23.01.2019. године.

⁶⁷⁴ Ова клириншка кућа има седиште у Амстердаму, а централни је депозитар за тржишта у Амстердаму, Бриселу, Лондону, Лисабону, Даблину, Ослу и Паризу. Више: <https://www.euronext.com/en>, сајт посећен 23.01.2019. године.

⁶⁷⁵ *Monte Titoli* је чланица *London Stock Exchange Group* и централни је депозитар за Италију и један од водећих међународних депозитара. Више: <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade-services/settlement-and-custody/monte-titoli-eng/about-us>, сајт посећен 23.01.2019. године.

⁶⁷⁶ *SIX SIS* је централни депозитар за Швајцарску и један од водећих међународних депозитара. За више: <https://www.six-group.com/en/home/company/overview-of-six.html>, сајт посећен 23.01.2019. године.

⁶⁷⁷ Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности а.д., Београд, је осниван 10.12.2003. године одлуком Владе РС, а једини власник акција је РС. Оснивачки капитал је износио 49.240.000,00 РСД, а исти је повећаван 3.7.2006. године за 43.500.000,00 РСД, као и 26.6.2008. године за 73.130.000,00 РСД, како би се испунио законски услов везан за минимум основног капитала, те исти сада износи 165,870,000,00 РСД.

⁶⁷⁸ ЗТК, чл. 215, ст. 1 и 2.

⁶⁷⁹ ЗТК, чл. 216, ст. 1.

⁶⁸⁰ Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 5, ст. 1. На емисионим рачунима се за сваку емисију води број ХОВ, које је емитент издао, те њихове карактеристике. Сваки финансијски посредника, води за своје клијенте власничке рачуне код ЦРХОВ, тако да се може десити да једно лице

рачуни чланова ЦРХОВ.⁶⁸¹ За емисиони посао, од значаја су емисиони и власнички рачуни. Емисиони рачун се отвара на захтев финансијског посредника (члана ЦРХОВ), у име и за рачун емитента, након што је поднесен захтев за доделу *CFI* кода и *ISIN* броја.⁶⁸² Свака емисија ХОВ води се на засебном рачуну, како би постојала информација колико је ХОВ емитовано, када и са којим карактеристикама. ЦРХОВ отвара емисиони рачун и врши упис ХОВ на рачуне законитих власника у року од три радна дана, од дана пријема уредне документације.⁶⁸³ Власнички рачун код ЦРХОВ отвара депозитар (члан ЦРХОВ), у име и за рачун клијента, а на њему депоноване ХОВ су регистроване на име клијента, док депозитар има само заступничка овлашћења.⁶⁸⁴

У ЦРХОВ се воде и новчани рачуни чланова Централног регистра.⁶⁸⁵ Ови рачуни су неопходни како би се вршило међусобно пребијање потраживања чланова, односно клиринг и салдирање,⁶⁸⁶ као вид здруженог књиговодства за све чланове. За

има више рачуна код различитих финансијских посредника, али се сви они воде по ЈМБГ, односно МБ, тако да ЦРХОВ зна који је укупни број ХОВ којима располаже свако лице. Депо рачун се отвара у поступку понуде за преузимање АД, а отвара га финансијски посредник понуђача, како би на исти биле депоноване ХОВ, које су предмет преузимања, док се поступак не заврши. Рачуни управљања се отварају у случају комисионе продаје ХОВ, коју врши финансијски посредник у корист власника. Сувласнички рачун се отвара уколико неколико лица има власништво на ХОВ. Збирни односно кастоди рачун се води за рачун инвестиционих фондова, док се на заложни рачун полагају ХОВ које су предмет залог. На депозитни рачун се полагају ХОВ које се нуде у замену за друге ХОВ.

⁶⁸¹Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 5, ст. 2, тач. 1.

⁶⁸²Члан ЦРХОВ доставља у писаној форми ЦРХОВ-у захтев за доделу *CFI* кода и *ISIN* броја, попуњен преко корисничке *WEB* апликације, као и уговор о вршењу корпоративних радњи, закључен између тог члана и емитента, одлуку о емисији, статут и оснивачки акт емитента, који су регистровани код АПР-а, а код издавања акција, потребно је доставити и доказ о регистрацији одлуке о повећању капитала. На основу захтева се додељује јединствена идентификација, односно *ISIN* број и издаје се потврда о додели *CFI* кода. Емитент је дужан да, преко члана ЦРХОВ, у року од годину дана од издавања потврде о додели *CFI* кода и *ISIN* броја поднесе захтев за отварање емисионог рачуна и упис финансијских инструмената на емисиони рачун и рачуне законитих власника, у противном *CFI* код и *ISIN* број престају да важе.

⁶⁸³Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 8, ст. 2. Под уредном документацијом се подразумева, захтев емитента достављен преко члана ЦРХОВ, решење КХОВ о одобрењу објављивања проспекта, извештај о исходу јавне понуде, са доказом да је тај документ достављен КХОВ, потврда о уписаним и уплаћеним ХОВ издату од члана ЦРХОВ код ког је вршен упис и уплата ХОВ. (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 8, ст. 1.) Када се врши емисија ХОВ без обавезе објављивања проспекта, потребно је доставити и одлуку о издавању ХОВ у којој је наведен основ за ослобођење од обавеза везаних за објављивање проспекта, оверену потврду издаваоца о извршеној процени вредности неновчаног улога, када се плаћање врши у стварима и правима, са податком о броју акција које се стичу, одобрење КХОВ везано за ослобођење од обавезе објављивања проспекта. (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 14) Када је емитент РС, или НБС, ЦРХОВ врши упис финансијских инструмената на емисиони рачун издаваоца на основу захтева издаваоца и одлуке о емисији финансијских инструмената. (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 9.)

⁶⁸⁴Мирјана Радовић, *Чување и администрирање (депозит) хартија од вредности*, Београд, 2014, стр. 210.

⁶⁸⁵ЗТК, чл. 216, ст. 1, тач 6; Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 5, ст. 2, тач. 1.

⁶⁸⁶У нашем праву клиринг и салдирање се врши на тај начин што, члан ЦРХОВ по добијању електронских порука од стране ЦРХОВ, о новчаним обавезама по основу трговања са девизним финансијским инструментима врши, потребну доплату на свој рачун, а ако има вишак новчаних средстава - може дати налог за повраћај вишка, а у случају РСД финансијских инструмената мора да уплати новчана средства на дан салдирања, у складу са Правилником о тарифи Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3165-1/12, 04/2-1533/15, 04/2-9055/15, 04/2-8418/16, 04/2-7705/18 и 04/2-1213/20.).

емисиони посао, овај поступак није од већег значаја, будући да се уплата ХОВ врши на рачун емитента или финансијског посредника, који након успеле емисије преноси новац на рачун емитента.

За наше право је карактеристично, да се регулација везана за функционисање централног депозитара доноси као аутономни правни пропис АД, које врши послове централног депозитара. На акт којим се регулишу претходно поменута питања, КХОВ даје своју сагласност.⁶⁸⁷ Неуобичајено је да се депозитни посао (нем. *Depotgeschäft*, енг. *custody*) регулише аутономним правним нормама, будући да се депоновање ХОВ у упоредном праву увек регулише законски.⁶⁸⁸

3.3.3 Агенције за осигурање стамбених кредита

Агенције за осигурање стамбених кредита, од значаја су у материји секјуритизације дуговања. При вршењу ванбилансне секјуритизације, оне могу пружати обезбеђење партиципативних обвезница, али и саме могу бити оригинатор при емисији. У случају билансне секјуритизације, агенције се могу јавити у улози емитента и издавати покривене обвезнице на основу потраживања, које имају у свом поседу. Наравно, оне могу емитовати и друге дужничке ХОВ, с тим да је њихова примарна делатност подстицање развоја станоградње. Стога се, по правилу, издају ХОВ којима се врши рефинансирање, односно секјуритизација.

Сам концепт агенција за осигурање стамбених кредита потиче из САД, где је у оквиру програма *New Deal* формирана прва агенција *Federal National Mortgage Association, (Fannie Mae)*. Ову агенцију формирао је конгрес 1938. године, са циљем да се повећа волумен грађевинских радова и да се створи шире секундарно тржиште за хипотекарне кредите, осигуране од стране ове агенције.⁶⁸⁹ Прокламовани циљеви ове

Власнички рачуни ХОВ се воде код члана ЦРХОВ (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 31.), да би се лакше вршио пренос ХОВ и уплата новчане противвредности, јер се може десити да једно лице исте ХОВ има на рачунима, који се воде код више чланова ЦРХОВ. Само пребијање се врши након што берза достави ЦРХОВ електронске податке о склопљеним трансакцијама са финансијским инструментима (закључнице), на основу којих, ЦРХОВ прослеђује електронске поруке члановима ЦРХОВ који воде рачуне финансијских инструмената и новчане рачуне продаваца и купаца. (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 61, ст. 2.) Чланови ЦРХОВ потврђују поруке слањем електронских порука ЦРХОВ-у, а пренос финансијских инструмената са продавца на купца врши се истовремено са преносом новчаних средстава са купца на продавца (енг. *delivery versus payment method*). (Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 61, ст. 2.)

⁶⁸⁷Види: ЗТК, чл. 220.

⁶⁸⁸Види: DepotG.

⁶⁸⁹Jack M Guttentag, „The Federal National Mortgage Association Research Study Two“, *Federal Credit Agencies- A series of research studies prepared for the Commission on Money and Credit*, Englewood Cliffs N.J., 1963, p. 69.

агенције су били, јачање фискалне и монетарне политике, увећање општег нивоа станоградње, пружање специјалне помоћи одређеним групама становништва, стварање секундарног тржишта хипотекарних кредита, гарантованих од стране агенције, ублажавање разлика у каматним стопама, те кредитно финансирање одређених група.⁶⁹⁰ *The Housing and Urban Development Act*, који је конгрес усвојио 1968. године дозволио је да *Fannie Mae* постане приватна корпорација, а претходно је из ове агенције издвојена агенција под именом *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)*, која је била у потпуности у државном власништву, а преузела је две надлежности и то, јачање ликвидности (фискална и монетарна политика) и пружање специјалне подршке одређеним групама становништва.⁶⁹¹ Подршка овим групама лица огледала се у програмима јавне станоградње,⁶⁹² рефинансираних путем ванбилансне секјуритизације. Почетком другог светског рата, циљ ове станоградње била је припрема за рат путем изградње смештаја за запослене, а након рата збрињавање ветерана,⁶⁹³ док је између 1965. и 1967. године након грађанских немира, пажња окренута на афроамериканце и сиромашне.⁶⁹⁴ Како су се мењале друштвене околности, тако су и ови програми прилагођавани задатој друштвеној ситуацији. Коначно 1970. године, формира се трећа агенција под именом *Federal Home Loan Mortgage Corporation, (Freddie Mac)* на основу закона под именом *Emergency Home Finance Act*.⁶⁹⁵ У кризним годинама, специјално 1965-66. није било довољно средстава за финансирање тржишта хипотекарних кредита и кредитне организације нису могле да задовоље ни старе кредитне захтеве, а не да примају нове.⁶⁹⁶ Стога је као решење основана претходно поменута агенција и почиње да се ради на рефинансирању кредита за најшире становништво путем издавања ХОВ.

Код нас је 2004. године основана агенција за осигурање стамбених кредита, под именом Национална корпорација за осигурање стамбених кредита (НКОСК). Она има својство правног лица, а законом је предвиђено да може бити формирана у облику АД,

⁶⁹⁰*Ibidem*, p. 67.

⁶⁹¹Hunter Oakley, „Federal National Mortgage Association: Its Response to Critical Financing Requirements of Housing“, *George Washington Law Review*, No. 4/1971, p. 822.

⁶⁹²Andrew M. Rouse, “Kurt Wehbring, Housing as a National Priority”, *George Washington Law Review*, No. 4/1971, p. 677.

⁶⁹³*Ibidem*, p. 677.

⁶⁹⁴*Ibidem*, p. 682.

⁶⁹⁵Arthur W. Leibold, „Uniform Conventional Mortgage Documents: FHLMC Style“, *Real Property, Probate and Trust Journal*, No. 3/1972, p. 435.

⁶⁹⁶*Ibidem*, p. 436.

са већинским државним власништвом.⁶⁹⁷ НКОСК је специјализована за осигурање потраживања по основу стамбених кредита обезбеђених хипотеком, које одобравају банке и друге финансијске организације⁶⁹⁸ и требало би да врши посредовање у преносу потраживања обезбеђених хипотеком,⁶⁹⁹ издаје ХОВ на основу успостављених хипотека, у складу са законом, да пружа стручну помоћ државним органима, банкама, другим финансијским организацијама и заинтересованим лицима у области побољшања услова за финансирање стамбене изградње.⁷⁰⁰ Оснивање НКОСК требало је да прати усвајање Закона о секјуритизацији дуговања, што није учињено, иако је постојао законски предлог. Будући да у нашем систему није могуће вршити нити један тип ванбилансне секјуритизације, НКОСК у нашем систему врши функцију специјализоване осигуравајуће куће и не обавља друге делатности карактеристичне за сличне институције у упоредном праву.

3.3.4 Рејтинг агенције

На основу ЗТК, рејтинг агенција је овлашћено правно лице које даје мишљење о будућој способности издаваоца, односно дужника, да благовремено и у потпуности измири своје финансијске обавезе, а на основу унапред утврђеног и јасно одређеног система рангирања.⁷⁰¹ Закон о банкама даје дефиницију, да је агенција за рејтинг лице које се бави додељивањем кредитних рејтинга правним лицима и/или финансијским инструментима.⁷⁰² Осим ових дефиниција, наше позитивно право не даје даљу разраду, те не дефинише ко даје овлашћење за рад рејтинг агенција и на који начин оне треба да обављају свој посао, ко контролише њихов рад и сл. У нашем правном систему не постоји нити једна регистрована рејтинг агенција.

На нивоу ЕУ, рејтинг агенције су посебно регулисане,⁷⁰³ а то чини и регулатива земаља чланица. На нивоу Међународне организације комисија за ХОВ (енг.

⁶⁹⁷ЗНКЗОСК, чл. 2 и 8. Агенција има оснивачки капитал од 10.000.000,00 €, а седиште исте се налази у Београду. Агенција је у искључивом власништву РС, а до сада иста није претворена у АД. За више: <http://www.nkosk.rs/>, сајт посећен 27.01.2019. године.

⁶⁹⁸ЗНКЗОСК, чл. 1.

⁶⁹⁹Ово овлашћење је везано за организацију ванбилансне секјуритизације, на тај начин што би НКОСК, као један од оригинатора основала ДСН, те би комерцијалним банкама понудила да рефинансирају пласиране кредите, на тај начин што би исте продали ДСН-у.

⁷⁰⁰Статута Националне корпорације за осигурање стамбених кредита од дана 12. јула 2004, чл. 11.

⁷⁰¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 27.

⁷⁰²Закон о банкама, чл. 2, ст. 31.

⁷⁰³Види: Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013. zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 1060/2009) и Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013.

International Organization of Securities Commissions, даље у тексту: *IOSCO*), усвојен је Кодекс понашања за рејтинг агенције (енг. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*),⁷⁰⁴ као и Изјава о принципима који се односе на активности рејтинг агенција (енг. *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*),⁷⁰⁵ који наравно нису формални извор права, али су свакако смерница у раду, те посредно и у правној регулацији држава.

Рејтинг агенције велики значај добијају након доношења *Banking Act*, 1935. године у САД, који је установио обавезу за банке да могу куповати само финансијске инструменте инвестиционог квалитета,⁷⁰⁶ а што је касније проширено и на друге институционалне инвеститоре, попут пензионих фондова и осигуравајућих друштава.⁷⁰⁷ Ове агенције се баве оцењивањем квалитета дужничких ХОВ, као и оних са мешовитим карактером, попут хибридних обвезница, док се не баве оценом квалитета акција и вараната, као чисто власничких ХОВ. Сам рејтинг је процена извесности испуњења обавезе у складу са преузетим условима, путем анализе бонитета емитента,⁷⁰⁸ стога није могуће оцењивати власничке ХОВ код којих не постоји утуживо потраживање кредитног карактера према емитенту. Могуће је извесност исплате дивиденде посматрати кроз кредитни рејтинг самог емитента, али се сама оцена искључиво власничких ХОВ не врши. Посебно је значајан утицај мишљења рејтинг агенција у поступку секјуритизације дуговања, будући да се обично приликом издавања покривених обвезница и секјуритизованих партиципативних обвезница тежи појачаном обезбеђењу оваквих ХОВ, да би оне имале највиши квалитет. Код структурисаних партиципативних обвезница, врши се подела на четири транше (енг. *senior tranche*, *mezzanine tranche*, *junior tranche*, *equity tranche*), с обзиром на квалитет, односно рејтинг који одређују својим анализама рејтинг агенције. Светски водеће рејтинг агенције су *Moody's Investors Services (Moody's)*, *Standard & Poor's (S&P's)* и *Fitch Ratings* и оне деле међу собом оцењивање емисионих рејтинга великих привредних друштава.⁷⁰⁹ У

zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. (Даље у фуснотама: VO (EU) Nr. 462/2013).

⁷⁰⁴Доступно на: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, сајт посећен 27.01.2019. године.

⁷⁰⁵Доступно на: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>, сајт посећен 27.01.2019. године.

⁷⁰⁶Инвестициони квалитет имају финансијски инструменти са оценом вишом од *BB+* по *Standard and Poor's* и *Fitch Ratings*, као и оценом више од *Ba1* по *Moody's*-у.

⁷⁰⁷Benjamin H. Brownlow, „Rating Agency Reform: Presenting the Registered Market for Asset-Backed Securities“, *North Carolina Banking Institute*, No. 15/2011, p. 115.

⁷⁰⁸Joachim Hennrichs, „Haftungsrechtliche Aspekte des Ratings“, *Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag am 8. Mai 2004*, Berlin, 2004, S. 875.

⁷⁰⁹*Ibidem*, S. 875-876.

међувремену су нове агенције попут *Assekurata Ratings Agentur GmbH, URA Unternehmens Ratingagentur AG* и *Euro-Ratings AG* успеле да се етаблирају, а своје услуге у првој линији нуде одређеним врстама емитената попут друштава за осигурање или привредним друштвима средњег нивоа.⁷¹⁰ Чак и данас, три велике агенције имају највећи утицај на тржиште, поред тога што су се при избијању финансијске кризе јавили проблеми са рејтинзима које су ове агенције давале, пре свега у случају тзв. *asset-backed securities*.⁷¹¹ Због оваквих пропуста, ЕУ је увела грађанско правну одговорност рејтинг агенција,⁷¹² према улагачима или емитентима, у случају постојања намере или крајње непажње у примени додатка III, Уредбе о рејтинг агенцијама и непоштовања прописаних одредби.⁷¹³ Међутим, финансијске анализе начињене ради оцене квалитета ХОВ, у смислу саветовања инвеститора, не потпадају под предметну директиву ЕУ, будући да иста заузима став да је рејтинг директна или индиректна препорука за будућност.⁷¹⁴ Грађанско правна одговорност рејтинг агенција је уведена и у САД након кризе.⁷¹⁵

3.3.5 Квалификовани инвеститори

Инвеститори су посредни учесници у емисионом послу, будући да они купују емитоване ХОВ, те се емисија врши због капитала који они на овај начин улажу. Уколико се упис, односно продаја ХОВ проистеклих из јавне понуде, врши само инвеститорима који испуњавају унапред утврђене критеријуме, изостају обавезе везане за просепект за јавну понуду.⁷¹⁶ Ови инвеститори се називају квалификованим. Иако постоји изузетак у погледу обавеза везаних за проспект, емитент је обавезан да

⁷¹⁰*Ibidem*, S. 876.

⁷¹¹Види: David Reiss, „Rating Agencies and Reputational Risk“, *Journal of Business & Technology Law*, No. 4/2009; F. Phillip Hosp, „Problems and Reforms in Mortgage-Backed Securities: Handicapping the Credit Rating Agencies“, *Mississippi Law Journal*, Vol 79, No. 3/2010; Larry P. Ellsworth; Keith V. Porapaiboon, „Credit Rating Agencies In the Spotlight“, *Business Law Today*, Vol. 18, No. March-April/2009.

⁷¹²Види: VO (EG) Nr. 1060/2009, Art. 36. Ова уредба је значајно измењена 2013. године путем: VO (EU) Nr. 462/2013.

⁷¹³Andreas Fuchs, *et. all*, *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar*, München, 2016, S. 907-908.

⁷¹⁴Heribert Hirte, Thomas M. J. Möllers, *et. all*, *Kölner kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, Köln, 2014, S. 2556.

⁷¹⁵Види: В. Н. Brownlow, *op. cit.*

⁷¹⁶Ови критеријуми су испуњени и у случају када се акције деле постојећим акционарима, уместо дивиденде, те запосленима и члановима управе емитента, међутим у овом случају се ради о приватној емисији, будући да се оваква емисија не рекламира. Стога ЗТК погрешно сврстава овај тип емисије у јавну. У случају јавне понуде по основу карактеристика инвеститора, обавезе везане за проспект изостају само код квалификованих инвеститора. Сличан критеријум за ослобођење постоји, уколико је понуда упућена инвеститорима који ће за уписане ХОВ уплатити износ од најмање 50.000,00 € у РСД противвредности по инвеститору, за сваку појединачну понуду. Иако ЗТК наводи да се овај изузетак односи на инвеститоре који испуњавају одређени критеријум, ипак изузетак је везан за имовински цензус понуде по инвеститору, те овај изузетак није направљен с обзиром на критеријум карактеристика инвеститора.

квалификованим инвеститорима обелодани све информације у вези са понудом, а које је саопштио једном од њих,⁷¹⁷ те да стави на располагање информације које одговарају информацијама које треба да садржи одговарајући проспекат за јавну понуду, с тим да то не мора бити у форми прописаној за проспекат и ове информације не морају бити достављене или одобрене од стране КХОВ.⁷¹⁸

ЗТК преузима регулацију појма квалификованог инвеститора из права ЕУ,⁷¹⁹ те наводи да су то правна лица која су добила одобрење за рад КХОВ или НБС⁷²⁰, или су субјекти под надзором ових институција на финансијском тржишту, попут фондова за развој, затворених и отворених инвестициони фондова, пензионих фондова, друштава за осигурање, брокерско дилерских друштва, дилера продуктних берзи.⁷²¹ Субјекти под надзором су правна лица која се налазе под сталним надзором, а не у појединачном поступку контроле, те закон у суштини дуплира исти критеријум, будући да ова лица увек имају одобрење за рад од стране претходно поменутих органа. Квалификовани инвеститори су и лица јавног права попут РС, аутономне покрајине, јединице локалне самоуправе, НБС, али и страна лица јавног права, односно стране државе, национална и регионална тела, централне банке страних држава, међународне и наднационалне институције као што су Међународни монетарни фонд, Европска централна банка, Европска инвестициона банка и остале међународне финансијске организације.⁷²² Под међународним финансијским организацијама, сматрају се правна лица из бранше финансијског пословања, која су основана међународним уговорима, попут Агенције за мултилатералне гаранције инвестиција, Азијске развојне банке, Арапског монетарног фонда, Банке за међународна поравнања, Банке средњо-афричких држава, Евроазијске развојне банке, Исламске развојне банке, Међуамеричке развојне банке, Париског клуба кредитних институција итд.

Квалификовани инвеститори су и друга правна лица која испуњавају најмање два од следећих три услова, а то су просечан број запослених током пословне године већи од 250, укупна имовина преко 43.000.000,00 € у РСД противвредности и годишњи приход од преко 50.000.000,00 € у РСД противвредности. Дакле, закон обухвата велика

⁷¹⁷ЗТК, чл. 32, ст. 5.

⁷¹⁸ЗТК, чл. 41, ст. 4.

⁷¹⁹Види: R 2004/39/EG, Anhang II.

⁷²⁰ЗТК користи израз „одобрење за рад од стране одговарајућег надзорног органа“, међутим у области финансијског пословања, постоје само два надзорна органа која могу давати и одузимати дозволе за рад, те вршити надзор, а то су НБС и КХОВ.

⁷²¹ЗТК, чл. 14, ст. 1, тач. 1.

⁷²²ЗТК, чл. 14, ст. 1, тач. 2.

привредна друштва из препоруке Европске комисије од 6.05.2003. године,⁷²³ али проблем у оваквој дефиницији је да су исказани критеријуми превелики за просечно велико привредно друштво у РС. Нашим позитивним законодавством, предвиђено је да се под великим привредним друштвом сматрају она која прелазе два од следећа три критеријума и то просечан број запослених 250, пословни приход 35.000.000,00 € у РСД противвредности, просечна вредност пословне имовине 17.500.000,00 € у РСД противвредности.⁷²⁴

Статус квалификованог инвеститора може се стећи и на основу одлуке КХОВ, у случају лица која исти не стичу по сили закона. Правна лица на овај начин могу стећи статус ако испуњавају најмање два од следећа три услова и то, да је просечан број запослених током пословне године већи од 250, да је укупна имовина преко 20.000.000,00 € у РСД противвредности, годишњи пословни приход од преко 25.000.000,00 € у РСД противвредности.⁷²⁵ Дакле, ради се о критеријумима који су по нашим прописима комбинација критеријума средњег и великог привредног друштва.⁷²⁶ Физичка лица статус могу стећи ако задовољавају најмање два од следећих услова и то, да је инвеститор извршио трансакције на тржишту капитала уз просечну учесталост од најмање 10 трансакција по кварталу у току последње године и у вредности од 50.000,00 € квартално, да му величина портфолиа ХОВ прелази 500.000,00 € у РСД противвредности и да инвеститор ради или је радио најмање годину дана у финансијском сектору, на пословима који захтевају познавање улагања у ХОВ.⁷²⁷ Уколико је неко лице добило статус квалификованог инвеститора на основу одлуке КХОВ, а не по сили закона, исто се уписује у регистар квалификованих инвеститора⁷²⁸ који КХОВ објављује на својој интернет адреси.⁷²⁹

⁷²³Види: Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises (2003/361/EC), Art. 2, sec. 1, sub. 1.

⁷²⁴Закон о рачуноводству ("Сл. гласник РС", бр. 73/2019), чл. 6, ст. 5, у вези ст. 4. Просечна вредност пословне имовине се рачуна као аритметичка средина вредности имовине на почетку и на крају пословне године.

⁷²⁵ЗТК, чл. 14, ст. 2, тач. 1.

⁷²⁶Види: Закон о рачуноводству, чл. 6, ст. 5 и ст. 4.

⁷²⁷ЗТК, чл. 14, ст. 2, тач. 2.

⁷²⁸ЗТК, чл. 14, ст. 3.

⁷²⁹ЗТК, чл. 279, ст. 1, тач. 4.

3.3.6 Акционари, власници удела и чланови удружења

Акционари се у ЗПД дефинишу као лица која оснивају АД или му накнадно приступају.⁷³⁰ Они нису учесници емисионог посла, али имају извесни утицај на емисију, који се своди на учешће у раду скупштине и доношењу одлука које прате емисију, попут одлуке о емисији ХОВ, о повећању основног капитала и промени статута. Акционари имају и право пречег уписа акција нове емисије, као и хибридних обвезница и вараната⁷³¹, а који се односе на њихову класу акција. Ово право акционар има сразмерно броју акција које је у целости уплатио, на дан доношења одлуке о издавању акција, у односу на укупан број акција те класе које се издају.⁷³² Статутом се може утврдити, да акционар има право пречег уписа и код издавања акција друге врсте и класе од оних које има, али само по остваривању тог права од стране акционара који поседују врсту и класу акција које се издају.⁷³³ Изузетно, право пречег уписа могуће је ограничити или искључити само у случају понуде ХОВ, код које није обавезна објава проспекта и то 3/4 већином гласова акционара предметне класе акција.⁷³⁴ Право пречег уписа, уведено је у циљу избегавања разводњавања процентуалног учешћа у основном капиталу који има један акционар, те смањивања његових, већ стечених права. Како би се избегле злоупотребе и ограничавање утицаја појединих акционара, њима се мора пружити прече право уписа оног броја акција, који им омогућава да у будућности одрже утицај који су до тада имали у друштву.

Власници удела у ДОО, утицај на емисиони посао остварују путем учешћа у раду скупштине и доношењем одлуке о емисији дужничких ХОВ и вараната који гласе на обвезнице емитента или на туђе ХОВ. На исти начин, свој утицај на емисију дужничких ХОВ и вараната који гласе на обвезнице емитента или туђе ХОВ, остварују и чланови удружења који учествују у раду своје скупштине,⁷³⁵ те чланови управног одбора задужбине и фондације.⁷³⁶

⁷³⁰ЗПД, чл. 9, ст. 1, тач. 4.

⁷³¹Види: ЗПД, чл. 146, ст. 4; ЗПД, чл. 253, ст. 4; ЗПД, чл. 262, ст. 8 и 9; ЗПД, чл. 277 и 278.

⁷³²ЗПД, чл. 277, ст. 1.

⁷³³ЗПД, чл. 277, ст. 3.

⁷³⁴ЗПД, чл. 278, ст. 1 и 2.

⁷³⁵Законски није дефинисано који орган у удружењу је надлежан за доношење ове одлуке, те се то мора предвидети статутом, али је логично да то буде скупштина удружења, будући да она усваја годишњи финансијски извештај. (Види: Закон о удружењима, чл. 22.)

⁷³⁶Законски није одређено у чијој је надлежности да одлучује о емисији ХОВ код задужбина и фондација, али је најлогичније да то раде чланови управног одбора, будући да они одлучују о финансијама ових емитената. (Види : Закона о задужбинама и фондацијама („Сл. гласник РС“, бр. 88/2010 и 99/2011 - др. закон и 44/2018 - др. Закон, чл. 37.).

3.4 МЕЂУНАРОДНЕ ОРГАНИЗАЦИЈЕ ОД ЗНАЧАЈА ЗА ЕМИСИОНИ ПОСАО

Међународне организације имају посредан значај за емисини посао, који се своди на пружање техничке подршке у виду обезбеђивања кодова и идентификационих бројева, међународног клиринга и салдирања, у координацији у погледу прекограничне контроле злоупотреба на тржишту капитала или у погледу регулације и хармонизације прописа из материје тржишта капитала. Свакако најзначајнија организација је Међународна организација комисија за хартије од вредности (енг. *International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) која настаје 1983. године, ради лакше сарадње националних регулаторних тела. *IOSCO* промовише уједначавање регулативе у материји контроле и надзора тржишта капитала, врши координацију у овом пољу између држава чланица, а има саветодавни и нормативни значај, будући да је учествовао у изради регулативе попут Базел 2 и Базел 3 правила. Од значајнијих докумената које је ова организација усвојила, можемо издвојити Мултилатерални меморандум о разумевању (енг. *Multilateral memorandum of understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, IOSCO MMoU*) из 2002. године, установљен у циљу постизања правичног, ефикасног и транспарентног тржишта, те међународног надзора. Због последица глобалне економске кризе, јавља се потреба за додатним усклађивањем претходно поменутог меморандума и подизањем нивоа сарадње у материји размене информација, те настаје Унапређени Мултилатерални меморандум о сарадњи (енг. *Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, IOSCO EMMoU*). Тренутно су оба у функцији, будући да други није још увек прихваћен од стране свих потписника.⁷³⁷ На основу претходно поменутих докумената, *IOSCO* има задатак координације између држава чланица у размени докумената, комуникације и других информација, везних за финансијско извештавање, замрзавање финансијских средства контролисаног лица на захтев потписника, те у вези са прибављањем и разменом података интернет провајдера и телефонске комуникације уз дозволу надлежних судова.⁷³⁸

Следећа организација од значаја је Међународна асоцијација националних нумеричких агенција (енг. *Association of National Numbering Agencies, ANNA*),⁷³⁹ као

⁷³⁷ <https://www.iosco.org/about/?subsection=emmoц>, сајт посећен 21.02.2020. године.

⁷³⁸ *Ibidem*.

⁷³⁹ Више на: <https://www.anna-web.org/>, сајт посећен 21.02.2020. године.

међународно удружење националних нумеричких агенција које издају *ISIN*⁷⁴⁰ бројеве, *CFI*⁷⁴¹, *MIC*⁷⁴² и *FISN*⁷⁴³ кодове.⁷⁴⁴ На нивоу ове асоцијације, донесени су *ISO* стандарди, на основу којих националне агенције издају претходно поменуте бројеве и кодове, а осим рада на међународним стандардима, ова агенција има и циљ да чланицама олакша имплементацију технолошких решења у додели кодова и бројева, те врши надзор над националним агенцијама. Национална нумеричка агенција за РС је ЦРХОВ.

Од значаја је и Међународна асоцијација тржишта капитала (енг. *International Capital Market Association*, даље у тексту: *ICMA*),⁷⁴⁵ која има за циљ унапређење тржишта капитала за емитенте, организаторе тржишта и финансијске посреднике, путем пружања услуга и експертиза за своје чланове. Удружење је настало 01.07.2005. године, када је дошло до спајања Међународног удружења примарног тржишта (енг. *International Primary Market Association*, *IPMA*) и Међународног удружења тржишта капитала (енг. *International Securities Market Association*, *ISMA*). Поред саветодавних услуга, ово удружење прави нацрте уговора у материји тржишта капитала. Један од значајнијих је нацрт уговора између чланова покровитељског конзорцијума (енг. *Agreement Among Managers*) који је настао 2004 године⁷⁴⁶, а последња промена је извршена 2018. године.⁷⁴⁷

Треба указати и на Удружење за међународне, међубанкарске финансијске телекомуникације (енг. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*,

⁷⁴⁰*ISIN* број је јединствен за сваки инструмент појединачно и то на међународном нивоу. Он се састоји од 12 карактера, на основу *ISO 6166* стандарда.

⁷⁴¹*CFI* код представља класификацију финансијских инструмената и њихових основних особина и издаје се на међународном нивоу. Сваки *CFI* код одговара једној врсти финансијског инструмента. Овај код се издаје на основу *ISO 10962* стандарда.

⁷⁴²*MIC* код служи за идентификацију тржишта на којем се један финансијски инструмент котира, а од посебног је значаја када се финансијски инструменти једног емитента котирају на више тржишта. *MIC* код за Београдску берзу је *XBEL*. Овај код се издаје на основу *ISO 10383* стандарда.

⁷⁴³*FISN* код је скраћена ознака једног финансијског инструмента, а сваки има максимално 35 ознака, а користе се пре свега у извештајима о промету на финансијским тржиштима. Овај код се издаје на основу *ISO 18774* стандарда.

⁷⁴⁴Поред претходно наведених кодова треба разликовати и *TICKER* код. Њега додељује свака берза, односно организатор тржишта и он је интерни берзански код једне ХОВ за то тржиште. Нпр. *IBM* има издате ХОВ на 25 различитих платформи за трговање и берзи, где су *ISIN* бројеви исти за сва тржишта, за исте ХОВ. Међутим *TICKER* је различити за свако организовано тржиште на којем се налази иста врста ХОВ у трговању.

⁷⁴⁵За више информација посетити: <https://www.icmagroup.org>, сајт посећен 20.02.2020. године.

⁷⁴⁶Доступно на: https://www.icmagroup.org/assets/documents/archive_march2004.pdf, сајт посећен 21.02.2020. године.

⁷⁴⁷Доступно на: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Handbook-recent-items-unlocked/ICMA-PMH-consolidated-changed-pages-for-interim-hard-copy-updating-191218.pdf>, сајт посећен 21.02.2020. године.

даље у тексту: *SWIFT*) са седиштем у Белгији.⁷⁴⁸ Ово удружење располаже софтвером којим врши размену стандаризованих порука на бази *ISO* стандарда⁷⁴⁹ између финансијских институција на међународном нивоу. Најпознатије је по вршењу међународних плаћања, а у материји тржишта капитала је значајно јер располаже са електронским системом за клиринг и салдирање прекограничног промета финансијских инструмената.

Значајан је и Базелски комитет за надзор банака (енг. *Basel Committee for Banking Supervision, BCBS*), основан крајем 1974. године од стране држава чланица Г10 групе, који са радом почиње 1975. године, при Међународној банци за поравнања (енг. *Bank of International Settlements, BIS*) у Базелу, а данас броји 45 чланова, централних банака и контролних организација из 28 земаља чланица.⁷⁵⁰ Овај комитет је значајан по правилима о банкарским ризицима и адекватности капитала, смишљених како би финансијске организације издржале ударе изазване економским кризама. Прва правила позната под именом Базел 1 усвојена су 1975. године, а последњи пут су мењана 1996. године.⁷⁵¹ Иста су се односила само на банке, за разлику од Базел 2 правила из 1999. године и Базел 3 правила из 2008. године, која се односе и на финансијске посреднике. Ова правила осим материје везане за висину и адекватност капитала, садрже и правила о рачуноводству, информисаности и надзору. Поменута правила се у домаће правне системе имплементирају на добровољној бази, с тим што је ЕУ обавезала државе чланице да имплементирају Базел 2, а потом и Базел 3 правила.

На нивоу ЕУ постоји неколико организација од значаја. Прва је формирана 2001. године, под именом Комитет европских регулатора хартија од вредности (енг. *Committee of European Securities Regulators*, даље у тексту: *CESR*).⁷⁵² Ова организација је највећи допринос дала у изради регулативе, а имала је и задатак да врши координацију између регулаторних тела на националном нивоу и да надгледа имплементацију комунитарних правних прописа у државама чланицама. Престала је да постоји 2011. године, када је формирано Европско надзорно тело за финансијске инструменте и тржиште капитала (енг. *European Securities and Markets Authority*, даље у

⁷⁴⁸Више: <https://www.swift.com>, сајт посећен 21.02.2020. године.

⁷⁴⁹*SWIFT* софтверски системи користе *ISO 15022* и *ISO 20022* стандарде у погледу размене података о финансијским инструментима.

⁷⁵⁰Више: <https://www.bis.org/bcbs>, сајт посећен 22.02.2020. године.

⁷⁵¹Ова правила су настала као реакција на финансијску кризу изазвану због неликвидности држава Јужне Америке, које нису могле да сервисирају своје дугове.

⁷⁵²Више : <http://www.cesr-eu.org/index.php>, сајт посећен 22.02.2020. године.

тексту: *ESMA*), као нова регулаторна организација и њен сукцесор. Као и претходна организација и ова, највећи значај има на пољу регулативе, с тим да су јој надлежности проширене, те она врши надзор, уочава ризике који постоје за инвеститоре, тржишта капитала и финансијску стабилност уопште, подстиче контролу тржишта капитала на нивоу држава чланица и врши непосредну контролу над рејтинг агенцијама.⁷⁵³ Поред *ESMA* на нивоу ЕУ су, у материји тржишта капитала, организоване још две организације и то Европска банкарска управа (енг. *European Banking Authority*, даље у тексту: *EBA*) и Европско надзорно тело за осигурање и пензијско осигурање (енг. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, *EIOPA*). *EBA* је установљена 01.01.2011. године као део Европског система за финансијски надзор (енг. *European System of Financial Supervision*, *ESFS*) и преузела је све постојеће обавезе и задатке од Комитета Европских банкарских супервизора, који се тада и угасио. Циљ ове организације је да сачува финансијску стабилност у ЕУ и интегритет, ефикасност и правилно функционисање банкарског сектора. Основни допринос ове управе је доношење Правилника о банкарству, који треба да омогући хармонизацију банкарског права на нивоу ЕУ.⁷⁵⁴ Европско надзорно тело за осигурање и пензијско осигурање (енг. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, *EIOPA*)⁷⁵⁵ је управа у оквиру ЕУ, са седиштем у Франкфурту на Мајни, које је део европског надзорног система са задатком да помогне у успостављању заједничких регулаторних и надзорних стандарда у материји осигурања и пензионих фондова. Ова агенција у надзору над тржиштем капитала ЕУ тесно сарађује са *EBA* и *ESMA*.

Треба указати и на Европско удружење централних депозитара (енг. *European CSD Association*, *ECSDA*),⁷⁵⁶ које окупља 40 националних и интернационалних централних депозитара у 35 држава Европе. Циљ овог удружења је поспешивање дијалога и промовисање хармонизације прописа на нивоу Европског континента, у материји депозита, клиринга и салдирања.

⁷⁵³Више: <https://www.esma.europa.eu>, сајт посећен 22.02.2020. године.

⁷⁵⁴Доступно на: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook>, сајт посећен 22.02.2020. године.

⁷⁵⁵Више на: <https://eiopa.europa.eu>, сајт посећен 22.02.2020. године.

⁷⁵⁶Више на: <https://ecsda.eu/>, сајт посећен 22.02.2020. године.

IV. ЧЕТВРТИ ДЕО

ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ

На поступак емисије, у највећој мери утичу обавезе везане за проспекат, те поступак емисије можемо поделити на емисију уз обавезу објављивања проспекта и без обавезе објављивања проспекта. Када говоримо о емисијама код којих не постоје обавезе везане за проспекат, треба разликовати две ситуације. Прва, у којој се врши приватна понуда ХОВ, односно када не постоји јавно рекламирање понуде, а иста је ограничена на унапред познате инвеститоре. Друга, када се врши јавна понуда, код које постоји законски изузетак од обавезе објављивања проспекта.

Утицај на поступак емисије има и начин прикупљања капитала на тржишту, са чиме је повезано и питање која врста ХОВ се емитује.⁷⁵⁷ Рачуноводствено гледано, емисијом ХОВ врши се финансирање на два начина и то повећањем сопственог капитала⁷⁵⁸ и путем страног финансирања. Повећање сопственог капитала, то јест основног капитала, може се извршити путем нових улога или из средстава нераспоређене добити и наменских резерви.⁷⁵⁹ Повећање основног капитала путем емисије акција, резервисано је само за АД. Сва остала друштва морају прибећи страном финансирању, путем емисије дужничких ХОВ.⁷⁶⁰

⁷⁵⁷Емитенти приватног права, могу издавати дужничке ХОВ, варанте и хибридне обвезнице, а АД и акције. ДОО може издавати и партиципативне обвезнице као ДСН у поступку ванбилансе секјуритизације, док покривене обвезница издате у поступку билансне секјуритизације емитују банке. АД као емитент, може издати дужничке ХОВ, варанте и хибридне обвезнице. Акције у упоредном праву могу издавати и друга лица, па тако у праву СРН, то могу чинити и командитна друштва на акције и *SE*. Изменама ЗПД из 2018. године у наш правни систем је уведено и Европско АД (*Societas Europae*), међутим његово оснивање према нашем позитивном праву ипак није могуће. ЗПД је предвидео законодавни оквир за његово оснивање, али ЗТК и пратећи прописи везани за право тржишта капитала, не садрже позитивно правна решења, која омогућавају његово оснивање. Наиме, у нашем правном систему нису уведена решења из Европског права, која се тичу централног депозита акција оваквог друштва. (Види: VO (EU) Nr. 909/2014) Као што је претходно описано наш правни систем не омогућава *loro* емисију акција, те не може ни доћи до оснивања овог типа друштва. За више види поднаслов: *Nostro* и *loro* емисија.

⁷⁵⁸У овом поглављу ће се говорити о повећању основног капитала, а не повећању сопственог капитала, будући да је за основу узет правни појам основног капитала, а не рачуноводствени појам, који је шири, јер обухвата основни капитал, средства резерве и нераспоређене добити. Ови појмови су изнети како би се указало на утицај емисије на билансе привредног друштва и на разлику између страног и сопственог финансирања, са једне стране и основног капитала као правног појма и сопственог капитала као рачуноводственог појма.

⁷⁵⁹У првом случају се ради о новој вредности, односно новцу, који није постојао раније у привредном друштву, а који се улаже у замену за стицање удела у власничкој структури. У другом случају је реч о новцу који већ постоји у привредном друштву, али се исти не дели власницима, већ се претвара у власништво привредног друштва, а сви власници заузврат добијају сразмерно увећан удео у власништву.

⁷⁶⁰Изузетно је могуће и страном финансирање, ако се врши емисија вараната, који дају право на дужничке ХОВ емитента, или на власничке ХОВ неког трећег лица.

Специфичан вид финансирања настаје путем емисије вараната и замењивих обвезница, када долази до условног повећања основног капитала. Повећање је условно, будући да се одражава на ставку основног капитала у пасивној страни биланса, уколико дође до конверзије вараната или замењивих обвезница у акције. Приликом емисије вараната, повећава се приход из текућег пословања, будући да се варанти продају за новац, а код емисије обвезница замењивих за акције долази до повећања ставке страног финансирања у пасивној страни биланса, будући да се врши задуживање.⁷⁶¹

Тип емисионог посла, такође утиче на поступак емисије, односно да ли се врши агенцијска емисија, покровитељство или секјуритизација. Поступак агенцијске емисије је основни, те престали поступци имају одређени степен надоградње. Када говоримо о покровитељству, разликујемо две ситуације. Код чврстог преузимања и код *best effort* покровитељства, ХОВ прво уписује покровитељ, те се у правом делу поступка врши приватна понуда ХОВ, да би потом покровитељ јавно нудио, односно продавао ХОВ. У случају *stand by* покровитељства, покровитељ преузима само ХОВ преостале након јавне понуде, осим у случају опционог покровитељства.⁷⁶² Када говоримо о секјуритизацији, сваки њен тип има своје специфичности. Код билансне секјуритизације постоје специфичности везане за регистар покрића и евентуални стечај емитента, док се код ванбилансне секјуритизације специфичности јављају пре саме емисије, будући да се оснива ДСН на кога се врши факторинг активе. Поступак емисије ХОВ изузетно је слојевит, а на њега може утицати и врста ХОВ која се емитује. Тако је за акције карактеристично, да се први промет обавља путем склапања уписног уговора, док се код преосталих ХОВ склапа купопродајни уговор.

Специфичности се могу јавити и у погледу својства емитента, што је пре свега у вези са јавноправним емитентима који су изузети од обавезе објављивања проспекта, а у нашем праву су то РС и НБС, док је у упоредном праву круг лица шири.⁷⁶³ Поступак емисије код ових емитената тече на другачији начин, будући да се најчешће примењује

⁷⁶¹Рачуноводствено гледано, пасивна и активна страна биланса увек морају бити једнаке. Пасива показује одакле потиче капитал, а актива, где се капитал налази, те је једина рачунска радња која се примењује сабирање.

⁷⁶²Опционо *stand by* покровитељство се уговара код емисија, за које се претпоставља да ће бити јако успешне. То је тип покровитељства *call* опцијом, коју покровитељ може активирати у одређеном року након објављивања проспекта, а пре но што буде окончана јавна понуда ХОВ, како би откупио уговорену количину ХОВ, у циљу додатне зараде. Овај тип покровитељства може бити уговорен уз сигурносну клаузулу, којом покровитељ гарантује да ће продати стечене ХОВ у одређеном року.

⁷⁶³Види: VO (EU) 2017/1129, чл. 5, ст. 1, ЗТК; Art. 1, Abs. 2.

lex specialis. Ови емитенти могу издати само дужничке ХОВ,⁷⁶⁴ ослобођени су обавеза везаних за проспекат, прво прометовање се врши без подношења обрасца уписнице, различит је садржај одлуке о емисији, а укључење ових ХОВ на регулисано тржиште врши се само на његов најбољи сегмент и то по олакшаној процедури. У упоредном праву на поступак емисије може утицати и гаранција пружена од стране јавно правних субјеката, јер изостаје обавеза објављивања проспекта.⁷⁶⁵

4.1 ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ БЕЗ ОБАВЕЗЕ ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА

Разликујемо два типа поступка емисије, прво оне код којих се повећава основни капитал и друго оне код којих се врши страни финансирање. У првом случају, ради се о емисији акција где се врши повећања основног капитала, док се код емисије вараната и замењивих обвезница врши условно повећање основног капитала. Повећање основног капитала могуће је и путем претварања нераспоређене добити (нето имовине друштва) и средстава резерви у основни капитал, када се издају акције. Страно финансирање, везује се за издавање дужничких ХОВ и оно не изазива повећање основног капитала емитента.

4.1.1 Поступак емисије уз повећање основног капитала

Овај поступак емисије резервисан је за друштва која могу емитовати акције, а у нашем праву то је само АД.⁷⁶⁶ Повећање основног капитала може се извршити новим улозима, условно, из нето имовине друштва, или као последица статусне промене. Код нејавних АД, повећање основног капитала може се извршити и путем конверзије дуговања у основни капитал, док то није могуће код јавних АД.⁷⁶⁷ У овом случају, конверзија се врши по правилима везаним за нове улоге.⁷⁶⁸ Сам поступак емитовања, разликује се, с обзиром о ком типу повећања основног капитала се ради. Поступци повећања основног капитала путем нових улога и условно повећање, могу бити додатно модификовани, будући да АД може имати одобрене акције, када управа АД има већу

⁷⁶⁴У упоредном праву би у теоријској конструкцији они могли емитовати варанте и хибридне обвезнице, који гласе на друге дужничке ХОВ емитента, или власничке и дужничке ХОВ издате од стране трећег лица, уколико се налазе у поседу емитента. Међутим, то је више теоријска могућност, будући да је располагање државном имовином изузетно отежано.

⁷⁶⁵Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

⁷⁶⁶Европско АД (*Societas Europae*) поред тога што је регулисано у нашем праву, не може бити установљено, те не може ни извршити емисију акција.

⁷⁶⁷ЗПД, чл. 295, ст. 3.

⁷⁶⁸ЗПД, чл. 295, ст. 2.

слободу при одлучивању, будући да иста преузима део задужења од скупштине друштва у погледу повећања основног капитала.

4.1.1.1 Укратко о повећању основног капитала путем нових улога

Улози могу бити новчани и неновчани, с тим да је за новчани улог могуће емитовати обичне и преференцијалне акције, а за неновчане само обичне акције.⁷⁶⁹ Путем неновчаних улога, може се извршити повећање основног капитала само у поступку емисије уз приватну понуду ХОВ. Јавна понуда није спојива са неновчаним улозима, будући да друштво увек има унапред одређене инвеститоре који ће унети неновчани улог. По природи ствари, овакво улагање може извршити узак круг лица, а не најшира јавност.

Поступак емисије отпочиње доношењем одлуке о емисији акција ради повећања основног капитала,⁷⁷⁰ у оквиру које се дефинишу заједно питања везана за издавање акција, повећање основног капитала и изглед уписнице,⁷⁷¹ а ова одлука мора бити регистрована у АПР-у пре но што се приступи упису акција, а најкасније у року од 6 месеци од дана доношења под претњом ништавости.⁷⁷² Да би претходно поменута одлука могла бити донета, од ЦРХОВ се преко његовог члана мора тражити додела *ISIN* броја и *CFI* кода.⁷⁷³ Потом се приступа поступку уписа акција, при чему ЗПД, за разлику од ЗТК-а, не предвиђа где се она врши.

Приликом уписа, од значаја је испоштовати правила везана за право пречег уписа, како би се омогућило постојећим акционарима, да задрже исти обим права који су до тада имали. Законски је регулисано, да акционари имају право пречег уписа акција нове емисије, сразмерно броју у целости уплаћених акција, у односу на укупан број акција те класе, на дан доношења одлуке.⁷⁷⁴ Право пречег уписа нових акција постоји и у случају емисије замењивих обвезница и вараната, који дају право на стицање акција класе којој акционар припада.⁷⁷⁵ Друштво је у обавези, да о постојању права пречег уписа обавести све акционаре, који имају ово право, с тим да рок за упис

⁷⁶⁹ЗПД, чл. 253, ст. 6.

⁷⁷⁰ЗПД, чл. 294.

⁷⁷¹Види: ЗПД, чл. 296 и 297.

⁷⁷²ЗПД, чл. 294, ст. 2, 3 и 4.

⁷⁷³Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 7. Обичне акције увек имају већ одређен *ISIN* број и *CFI* код, док се он тражи пре свега за преференцијалне акције, чија класа није већ емитована.

⁷⁷⁴ЗПД, чл. 277, ст. 1.

⁷⁷⁵ЗПД, чл. 277, ст. 2; ЗПД, чл. 262, ст. 8 и 9.

не може бити краћи од 30 дана од дана објављивања овог обавештења.⁷⁷⁶ Обавештење се мора регистровати и у АПР-у, те објавити на њиховој интернет страници и на интернет страници ЦРХОВ.⁷⁷⁷ Право пречег уписа, може се искључити само у случају понуде ХОВ код које није обавезна објава проспекта, а одлука се доноси трочетвртинском већином гласова од присутних акционара.⁷⁷⁸ До искључења најчешће долази у случају неновчаних улога у друштво, будући да се у овом случају већ унапред зна ко треба да уложи одређену имовину и није могуће остварити право пречег уписа, јер стари акционари просто не располажу предметном имовином која се уноси. Теоријски, могло би се и у овом случају омогућити старим акционарима да изврше новчани улог, како би задржали сопствени обим права, али се поставља питање колико би то у пракси било могуће.

Уписане акције нејавног АД⁷⁷⁹ уплаћују се у складу са одлуком о њиховој емисији, с тим да се непосредно по истеку периода за вршење уписа у новцу уплаћује износ од 25% њихове номиналне, односно рачуноводствене вредности, као и целокупан износ емисионе премије, док се преостали износ мора уплатити у року од пет година од дана регистрације одлуке о повећању основног капитала.⁷⁸⁰ Ако се повећање основног капитала врши неновчаним улозима, исти у целости морају бити унети у друштво у року од пет година, од дана регистрације одлуке о повећању основног капитала.⁷⁸¹ Претходно речено важи за обичне акције, док закон наводи да се преференцијалне акције уплаћују само у новцу, а што се тиче делимичне уплате он не забрањује искључиво да се она изврши, али се то посредно може закључити.⁷⁸²

Ако је повећање основног капитала успело, друштво је у обавези да у року од пет радних дана од дана окончања уписа и уплате, поднесе захтев за упис ново издатих акција и њихових власника у ЦРХОВ преко члана овог регистра,⁷⁸³ када се врши њихов

⁷⁷⁶ЗПД, чл. 277, ст. 4.

⁷⁷⁷ЗПД, чл. 277, ст. 5, у вези са ЗПД, чл. 335, ст. 4. Више о начину објављивања видети на: www.apr.gov.rs/Регистри/Привреднадруштва/Друштваупутства/Друштваупутствапромене.aspx, сајт посећен 01.02.2019. године.

⁷⁷⁸ЗПД, чл. 278, ст. 1 и 2. Присутним се сматрају и акционари који су гласали електронски и путем поште.

⁷⁷⁹Код јавног АД постоје другачији рокови за уплату новчаног и унос неневчаног капитала. За више погледај поднаслов: Специфичности емисије власничких ХОВ емитованих од стране јавног АД без обавезе објављивања проспекта.

⁷⁸⁰ЗПД, чл. 298, ст. 1 и 3.

⁷⁸¹ЗПД, чл. 298, ст. 4.

⁷⁸²ЗПД, чл. 253, ст. 6. Закон искључиво не забрањује делимичну уплату преференцијалних акција, међутим у ЗПД, чл. 252, под делимично уплаћеним акцијама подразумева једино обичне акције. Стога, је тумачењем *a contrario* могуће доћи до закључка да је забрањена њихова делимична уплата.

⁷⁸³ЗПД, чл. 299, ст. 1.

упис на емисиони рачун и на власничке рачуне инвеститора.⁷⁸⁴ Након тога, друштво је у обавези да у року од осам дана од дана овог уписа региструје повећање основног капитала у АПР-у, будући да се сматра да је основни капитал увећан од дана ове регистрације.⁷⁸⁵ Овде се не ради о регистрацији неке одлуке, већ се региструје чињеница повећања основног капитала, а на основу потврде ЦРХОВ.⁷⁸⁶

На крају поступка, АД мора најкасније у току следеће пословне године извршити промену статута, како би се ускладила вредност основног капитала након увећања.⁷⁸⁷ Битно је навести да одлуку о емисији акција и одлуку о промени статута доноси скупштина АД⁷⁸⁸, простом већином гласова присутних чланова, у које се убрајају и они који су гласали електронским или писаним путем,⁷⁸⁹ при чему је кворум обична већина гласова акционара.⁷⁹⁰ Одлука о промени статута мора бити регистрована у АПР-у у року од 6 месеци. Одлука о емисији акција ради повећања основног капитала новим улозима може се поништавати само у случају да се акције нуде приватном понудом, док то није могуће у случају јавне понуде.⁷⁹¹ Уколико дође до обарања одлука, долази до повраћаја у пређашње стање и поништава се извршена емисија.

4.1.1.2 Укратко о условном повећању основног капитала

Условно повећање основног капитала врши се само у обиму неопходном за остваривање права власника замењивих обвезница на конверзију у акције друштва, потом за остваривање права власника вараната на куповину акција друштва, као и код остваривање права запослених, директора и чланова надзорног одбора и са њима повезаних лица, на куповину акција, ако је то одређено статутом.⁷⁹² Поступак почиње доношењем одлуке о условном повећању основног капитала, у оквиру које се дефинишу и елементи одлуке о емисији замењивих обвезница, вараната или акција, елементи везани за образац уписнице и изјаву о конверзији.⁷⁹³ Условно повећање основног капитала не може бити веће од 50% основног капитала друштва, док у случају повећања ради остваривања претходно поменутих права запослених, директора и

⁷⁸⁴Више: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 7, 9, 10 и 13.

⁷⁸⁵ЗПД, чл. 300, ст. 1 и 2.

⁷⁸⁶Више: <https://www.apr.gov.rs/регистри/привредна-друштва/упутства/промене-.1060.html#25>, сајт посећен 03.03.2020. године.

⁷⁸⁷ЗПД, чл. 246, ст. 2.

⁷⁸⁸ЗПД, чл. 329, ст. 1, тач. 1 и 2.

⁷⁸⁹ЗПД, чл. 247, ст. 1; ЗПД, чл. 358, ст. 1.

⁷⁹⁰ЗПД, чл. 351, ст. 1.

⁷⁹¹ЗПД, чл. 381, ст. 1, тач. б.

⁷⁹²ЗПД, чл. 301, ст. 1.

⁷⁹³ЗПД, чл. 302 и 303.

чланова надзорног одбора, и са њима повезаних лица, не може бити већи од 3% основног капитала друштва.⁷⁹⁴ Уколико ова ограничења не буду испоштована, одлука о условном повећању основног капитал је ништава.⁷⁹⁵ Одлуку о условном повећању основног капитала доноси скупштина АД, на исти начин као и у случају повећања основног капитала новим улозима. Одлука се мора регистровати у АПР-у пре но што почне упис замењивих обвезница, вараната или акција, а најкасније у року од 6 месеци од дана доношења одлуке, под претњом ништавости.⁷⁹⁶ Уколико се врши емисија замењивих обвезница или вараната, тада се од ЦРХОВ за исте тражи *ISIN* број и *CFI* код, док се за акције они не траже, уколико се врши замена за обичне акције и већ издате преференцијалне акције.

Потом се врши упис и уплата замењивих обвезница и вараната или акција, уколико се ради о условном повећању, из разлога остваривања права запослених, чланова управе АД и са њима повезаних лица. Што се тиче купопродајне цене у случају замењивих обвезница, она мора одговарати вредности акција за које се врши замена⁷⁹⁷ и та вредност се плаћа у новцу приликом куповине замењивих обвезница.⁷⁹⁸ У случају вараната, инвеститор приликом њихове куповине плаћа цену утврђену на основу одлуке о емисији,⁷⁹⁹ а која није и купопродајна цена за акције, будући да се накнадно мора изврши уписивање и уплата акција на које гласи варант.⁸⁰⁰ Наравно, и у овом случају се мора испоштовати право пречег уписа, осим уколико је оно искључено.

Након тога се врши упис замењивих обвезница и вараната у ЦРХОВ,⁸⁰¹ на емисиони рачун и на власничке рачуне инвеститора. Повећање основног капитала врши се тек по доспећу вараната и замењивих обвезница, уколико њихови власници одлуче да активирају опцију за њихову конверзију у акције. Замењиве обвезнице се конвертују на основу писане изјаве о конверзији, која замењује уписни уговор за акције.⁸⁰² Акције које потичу из замене у случају замењивих обвезница, фактички бивају уплаћене приликом уписа и уплате замењиве обвезнице, због чега је њихова емисиона вредност унапред одређена. Власници вараната, након њихове доспелости, уколико не желе да

⁷⁹⁴ЗПД, чл. 301, ст. 2.

⁷⁹⁵ЗПД, чл. 301, ст. 3.

⁷⁹⁶ЗПД, чл. 294, ст. 2, 3 и 4.

⁷⁹⁷ЗПД, чл. 263, ст. 3.

⁷⁹⁸ЗПД, чл. 262, ст. 7.

⁷⁹⁹ЗПД, чл. 263, ст. 1 и 2. Цена за варант се плаћа да би инвеститор стекао право опције за упис акција по унапред одређеној цени.

⁸⁰⁰ЗПД, чл. 303, ст. 3.

⁸⁰¹Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 14.

⁸⁰²ЗПД, чл. 303, ст. 1.

им варанти пропадну, морају попунити образац уписнице за акције и извршити уплату купопродајне цене за те акције исказане у варанту.⁸⁰³ Након што се извршу упис акција у ЦРХОВ, на емисиони рачун и на рачуне инвеститора, долази до повећања основног капитала, због чега се овај начин повећавања основног капитала назива условним, будући да није увек изванредан. Чињеница повећања основног капитала мора се регистровати у АПР-у, након чега је потребно извршити усклађивање статута АД са новонасталим повећањем основног капитала.

Претходно речено, везано за судско поништавање одлуке о повећању основног капитала новим улозима, примењиво је и у овом случају, те је поништавање могуће извршити само уколико је вршена емисија вараната и замењивих обвезница, без објављивања проспекта.⁸⁰⁴

4.1.1.3 Повећање основног капитала из нето имовине друштва

Повећање основног капитала из нето имовине друштва, врши се претварањем нераспоређене добити или наменских резерви у основни капитал друштва⁸⁰⁵ и емисијом нових акција, које се сразмерно уделу у власништву уплаћеног, односно унетог основног капитала, распоређују постојећим акционарима. Друштво може повећање основног капитала из нето имовине друштва, извршити искључиво уколико исто нема исказан губитак у финансијским извештајима.⁸⁰⁶ По овом основу, није могуће емитовати нове акције као вид стимулације директорима, члановима надзорног одбора или запосленима, те ова лица стимулацију могу добити искључиво путем доделе сопствених акција.⁸⁰⁷ Овакво решење није само наша специфичност, већ права СРН и СР Аустрије предвиђају исто решење.⁸⁰⁸

Повећање основног капитала, путем издавања нових акција и повећањем номиналне вредности већ издатих акција, могуће је код акција са номиналном вредношћу. Код акција без исказане номиналне вредности, посредно се може извести закључак да је у нашем праву могуће спровести оба типа повећања,⁸⁰⁹ али то није

⁸⁰³Види: ЗПД, чл. 303, ст. 2 и 3.

⁸⁰⁴Ако се врши условно повећање основног капитала путем емисије акција запосленима, или члановима управе АД и са њима повезаним лицима, увек ће се радити о приватној понуди ХОВ, те изостају обавезе везане за проспекат.

⁸⁰⁵ЗПД, чл. 305, ст. 1.

⁸⁰⁶ЗПД, чл. 305, ст. 2.

⁸⁰⁷Види: ЗПД, чл. 282, ст. 4, тач 2; ЗПД, чл. 393 и 438.

⁸⁰⁸АктГ, Раг. 71, Abs. 1, Nr. 2; ÖaktГ, Раг. 65, Abs. 1, Nr. 3.

⁸⁰⁹Види: ЗПД, чл. 307, ст. 1, тач. 3; ЗПД, чл. 309.

изричито наведено, за разлику од упоредног права.⁸¹⁰ Ако се код оваквих АД врши повећање номиналне вредности већ издатих акција, фактичког повећања и нема. Наиме, рачуноводствена вредности акције утврђује се када се укупна рачуноводствена вредност подели са бројем акција.⁸¹¹ Како у оквиру пасивне стране биланса постоје ставке остварене текуће добити и нераспоређене добити из претходног периода, јасно је да су ови износи већ садржани у оквиру рачуноводствене вредности акције. Тада се рачуноводствена средства прекњижавају са претходно поменутих ставки на ставку основног капитала, али неће доћи до фактичког повећања рачуноводствене вредности акције. Ако се повећање врши путем емисије нових акција, тада се то врши према последње утврђеној рачуноводственој вредности већ издатих акција. Уколико се расподељује приход из текућег пословања, а рачуноводствена вредност је утврђена закључно са прошлом годином, рачуноводствена вредност акција неће пасти при следећој изради биланса стања. Ако се врши расподела прихода остварених претходних година путем емисије нових акција, при следећој изради биланса стања доћи ће до пада рачуноводствене вредности акције, јер постоји већи број акција које деле укупну рачуноводствену вредност друштва.

Одлуку о повећању основног капитала из нето имовине друштва доноси скупштина АД, са истом већином као и у случају повећања основног капитала новим улозима, с тим да се код ове одлуке не предвиђа изглед обрасца уписнице. Наиме, код овог вида повећања основног капитала не постоји понуда за упис ХОВ, већ се на основу скупштинске одлуке врши аутоматска прерасподела акција сразмерно уделу у уплаћеном, односно унетом основном капиталу и не постоји уписни уговор. Карактеристично је да се овај тип повећања основног капитала увек спроведи у целини, те се у одлуци о повећању основног капитала не наводи праг успешности емисије. Одлука мора бити регистрована у АПР-у, пре но што почне расподела акција.⁸¹² У року од пет дана након регистрације врши се упис акција на емисиони рачун и на власничке рачуне, односно повећање номиналне вредности већ издатих акција у ЦРХОВ,⁸¹³ након чега се врши пријава чињенице повећања основног капитала АПР-у, са чиме се

⁸¹⁰Види: AktG, Par. 207, Abs. 2, S. 2.

⁸¹¹Ова вредност може бити и негативна, ако је губитак већи од вредности привредног друштва. Законски то није могуће, пошто минимална номинална вредност акције мора бити већа од 100 динара. Стога, законодавац погрешно користи овај појам уместо обрачунске вредности акција, због чега регулација није одговарајућа. Појам обрачунске вредности акција је у упоредном праву уведен, како не би било потребе да се након докапитализације привредног друштва из нето имовине мењају већ издате акције, због промене њихове номиналне вредности.

⁸¹²ЗПД, чл. 294, ст. 4.

⁸¹³Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 11.

окончава поступак. Карактеристика овог типа емисије је и то да закон предвиђа да, не постоји обавеза израде проспекта за укључење акција у трговање на регулисано или МТП тржиште.⁸¹⁴

4.1.1.4 Одобрене акције

АД може имати одобрене акције које не треба мешати са обичним и преференцијалним акцијама, будући да се у овом случају заправо не ради о емитованим акцијама. Стога је овај назив терминолошки проблематичан, будући да се ради о овлашћењу за издавање акција, па се у упоредном праву користи термин одобрени капитал (нем. *Genehmigtes Kapital*, енг. *authorized capital*). Термин одобрени капитал, користио се и у нашем ранијем законодавству.⁸¹⁵ Овај термин боље објашњава функцију овог института, будући да је основна интенција истог, да се пружи овлашћење органима друштва, да без доношења одлуке о повећању основног капитала од стране скупштине АД, самостално донесу одлуку о емисији акција.

Одобрене могу бити и обичне и преференцијалне акције, а њихов број не може бити већи од броја половине издатих обичних акција.⁸¹⁶ Одобрење за издавање акција, може се дати путем одлуке о издавању одобрених акција или путем промене статута,⁸¹⁷ а иста се може користити само у случају повећања основног капитала новим улозима и у случају остваривања права власника замењивих обвезница и вараната.⁸¹⁸

Одлуку о одобреним акцијама доноси скупштина АД, а истом се може овластити извршни одбор или надзорни одбор, да у року од пет година, који рок може бити продужен, изда предметне одобрене акције.⁸¹⁹ Из претходно реченог, произилази да о емисији одобрених акција поред поменутих органа, може одлучивати и сама скупштина, што је нецелисходно, јер се у поступку издавања прави додатни корак који се у овом случају може избећи, путем примене неког од преосталих видова повећања основног капитала. Међутим, у упоредном праву постоји резон да скупштина донесе овакву одлуку. Наиме, да би се одлучивало о одобреном капиталу, скупштина мора у праву СРН одлуку донети трочетвртинском већином, док одлуку о издавању одобрених

⁸¹⁴ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 5.

⁸¹⁵Види: Закон о предузећима („Сл. лист СРЈ“, бр. 29/96, 33/96 - испр., 29/97, 59/98 и 74/99), чл. 291.

⁸¹⁶ЗПД, чл. 313, ст. 1.

⁸¹⁷ЗПД, чл. 313, ст. 3 и 4.

⁸¹⁸ЗПД, чл. 313, ст. 2.

⁸¹⁹ЗПД, чл. 313, ст. 3 и 4.

акција, скупштина доноси обичном већином.⁸²⁰ Дакле, у системима где се тражи јача већина за одлуку о повећању основног капитала, сврха је избећи проблем високог кворума и потребног броја гласова, што може бити велики практични проблем, јер мањи акционари већином нису заинтересовани да користе своја гласачка права. Код нас се тражи обична већина гласова за повећање основног капитала,⁸²¹ те је једино целисходно да се одлука о одобреном капиталу доноси уз овлашћење дато управи, да може донети одлуку о емитовању акција и повећању капитала. Наравно, одлука о одобреним акцијама и о промени статута мора бити регистрована, да би производила дејство *erga omnes*.

Дакле, поступак одобравања капитала разликује се од повећања основног капитала новим улозима, будући да ову одлуку доноси орган управе АД, а не скупштина и по томе што се одлука о условном повећању спроводи само у обиму потребном за задовољавање права на замену замењивих обвезница и вараната.⁸²²

4.1.2 Поступак емисије ХОВ којим се врши страно финансирање без објављивања проспекта

ХОВ у оквиру овог поступка могу издати сви емитенти,⁸²³ а не само АД, као у претходно наведеним случајевима. На почетку поступка, доноси се одлука о емисији ХОВ, а након ове одлуке, а пре самог уписа ХОВ, у упоредном праву доносе се и општи услови ХОВ (нем. *Anleihebedingungen*, енг. *indenture agreement*). Општи услови регулишу односе поводом емисије на свеобухватан начин, како оне одређене одлуком о емисији, тако и односе који настају након ове одлуке, попут средстава обезбеђења која се пружају, а евентуално и о раду скупштине власника дужничких ХОВ.⁸²⁴ У случају јавне понуде ХОВ, општи услови су увек садржани у проспекту.

⁸²⁰Tobias Bürgers, Torsten Körber, *et. all, Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, Heidelberg, 2008, S. 1216.

⁸²¹Интересантно је да закон за ДОО тражи 2/3 већину за повећање основног капитала (чл. 211, ст. 2, ЗПД), док је у случају АД у питању обична већина.

⁸²²Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz – Band 2*, München, 2007, S. 223.

⁸²³Проблематично је сврставање понуде коју врше РС и НБС као јавноправни емитенти у било приватну, или јавну понуду ХОВ, јер се на ова лица не примењује ЗТК, па ни одредбе о проспекту. Оно што је неспорно је да ови емитенти врше искључиво емисију дужничких ХОВ, којом се врши страно финансирања. У овом случају је најтачније рећи да се ради о типу емисије који је категорија сам за себе. Што се тиче других јавноправних емитената, попут општина, јавних предузећа и сл., они могу издавати дужничке ХОВ било у поступку приватне, или јавне понуде.

⁸²⁴У праву СРН питања везана за скупштину поверилаца дужничких ХОВ су регулисана у оквиру: SchVG. Више : К.. J. Hopt, C. H. Seibt, *et. all, op. cit.*, 2017.

Поступак издавања дужничких ХОВ у нашем праву је партикуларно регулисан и не постоји пропис који би регулисао овај поступак на кодификован начин, што је последица непостојања закона који би регулисао ХОВ тржишта капитала.⁸²⁵ Стога је неопходно користити поједине норме из ЗТК и ЗПД. Први корак је, да се преко члана ЦРХОВ, поднесе захтев за добијање *CFI* кода и *ISIN* броја.⁸²⁶ Након тога, се доноси одлука о емисији дужничких ХОВ, коју код ДОО и АД доноси скупштина.⁸²⁷ Ова одлука се доноси простом већином⁸²⁸ и она мора садржати све елементе прописане за дематеријализоване дужничке ХОВ.⁸²⁹ Том одлуком се мора дефинисати и образац уписнице, место уписа и уплате, као и праг успеха емисије. Одлука мора бити регистрована код АПР-а, пре но што отпочен упис ХОВ. Законски није уређено да ли се дужничке ХОВ у случају приватне понуде, могу издати у случају неновчаних инвестиција. Теоријски, оваква поставка би била могућа, а будући да не постоји пропис који ово изричито забрањује, законски је могуће. Забрана постоји једино у случају замењивих обвезница, али се оне не могу сврстати у ову категорију поступка емисије, већ у условно повећања основног капитала.⁸³⁰ Што се тиче новчаних инвестиција, оне могу бити уплаћени у домаћој или иностраној валути,⁸³¹ с тим да НБС мора дати дозволу да дужничке ХОВ буду деноминоване у девизама и да се уплата врши у девизама.⁸³² У случају дужничких ХОВ, које се емитују у овом поступку, не постоји право пречег уписа. Да би дужничке ХОВ биле уписане на емисиони рачун ЦРХОВ и емитоване преносом на власничке рачуне, потребно је да исте буду у целини уплаћене.⁸³³ Уписом ХОВ у ЦРХОВ поступак емисије је завршен.

4.1.3 Специфичности емисије власничких ХОВ емитованих од стране јавног АД без обавезе објављивања проспекта

Јавна АД могу вршити приватну и јавну понуду ХОВ и то како власничких, тако и дужничких ХОВ. Ако се врши приватна понуда власничких ХОВ, ЗТК предвиђа да се оне морају укључити у трговање на одговарајући сегмент регулисаног или МТП

⁸²⁵Након престанка важења ЗХОВ, не постоји пропис који регулише материју приватне емисије дужничких ХОВ, као ни пропис који на свеобухватан и потпун начин регулише материју ХОВ тржишта капитала.

⁸²⁶Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 7.

⁸²⁷ЗПД, чл. 200, ст. 1, тач. 5; ЗПД, чл. 329, ст. 1, тач. 2.

⁸²⁸ЗПД, чл. 211, ст. 1;

⁸²⁹Види: ЗТК, чл. 8.

⁸³⁰Види: ЗПД, чл. 262, ст. 7.

⁸³¹Закон о девизном пословању („Сл. гласник РС“, бр. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014 и 30/2018), чл. 34, ст. 5.

⁸³²Види: ЗТК, чл. 9.

⁸³³Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 9.

тржишта.⁸³⁴ Оваква обавеза не постоји у случају дужничких ХОВ, те се њихов пласман може извршити и путем ОТЦ тржишта. ЗТК наводи да обавеза пласирања постоји у случају акција, замењивих обвезница и вараната. Закон је неоправдано проширио обавезу пласмана и на варанате и замењиве обвезнице и обавезао емитенте да израде проспекат за укључење у трговање и забранио њихову приватну понуду, будући да није установио законски изузетак од обавеза везаних за проспекат.

Проспекат за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште, мора се израдити, осим у законом прописаним изузетцима.⁸³⁵ ЗТК је предвидео да изузетак постоји, у случају емисије акција нуђених приватном понудом, које у току периода од 12 месеци чине мање од 10% од укупног броја акција исте класе које су већ укључене у трговање⁸³⁶ и по основу повећања основног капитала из нето средстава друштва,⁸³⁷ као и у сва три случаја условног повећања основног капитала.⁸³⁸ Дакле, закон оставља могућност да се акције настале конверзијом, пласирају без обавезе објаве проспеката, али са друге стране искључује могућност да се варанти и замењиве обвезнице јавних АД нуђене приватном понудом пласирају на ОТП тржиште, односно без састављања проспеката за укључење.

Укључење власничких ХОВ у трговање, контролише се на тај начин што, ЦРХОВ о упису нових ХОВ обавештава КХОВ, члана ЦРХОВ који је водио поступак у име емитента и регулисано, односно МТП тржиште на коме се котирају ХОВ.⁸³⁹ Организатор тржишта, након што прими поменуто обавештење у случају нове емисије ХОВ истог *ISIN* броја, као ХОВ која је већ укључена на трговање, позива емитента да поднесе организатору тржишта захтев за промену броја укључених ХОВ, а уколико то емитент не учини, организатор мора на интернет страници тржишта истаћи обавештење о неусклађености броја ХОВ уписаних у ЦРХОВ и оних којима се тргује на организованом тржишту.⁸⁴⁰ Уколико јавно АД не укључи своје власничке ХОВ у

⁸³⁴ЗТК, чл. 46.

⁸³⁵Види: ЗТК, чл. 13.

⁸³⁶ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 1.

⁸³⁷ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 5.

⁸³⁸ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 6 и 7, предвиђа да се проспекат за укључење не објављује у случају конверзије замењивих обвезница и вараната, уколико су те акције исте класе већ укључене у трговање, као и у случају да се акције додељују, или нуде садашњим, или бившим члановима управе, или запосленима, уколико се акције издају постојећим акционарима.

⁸³⁹ЗТК, чл. 37, ст. 4.

⁸⁴⁰Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 66 б. Ово правило је предвиђено у нашем праву у случају *Open Market* сегмента регулисаног тржишта и за МТП тржишта. Међутим, у оквиру Правилника о листингу Београдске берзе а.д. Београд, ово правило није могуће пронаћи. Стога се

трговање на организовано тржиште, према њему могу бити примењене казнене мере које стоје на располагању КХОВ.⁸⁴¹

Још једна специфичност је, да се у случају акција јавног АД нуђених приватном понудом, улози не морају одмах уплатити или унети, што није случај код јавне понуде где се уплата мора одмах извршити и то у целини. ЗПД предвиђа да се у случају акција јавних АД нуђених приватном понудом, неновчани улози морају унети најдуже у року од две године,⁸⁴² док новчани улог може бити делимично уплаћен, с тим да се одмах након уписа мора уплатити 25% вредности уписаних акција, а преостали износ у року од 2 године.⁸⁴³ Наравно, делимично уплаћеним акцијама није могуће трговати, све док се исте не уплате у потпуности.⁸⁴⁴ Овакве акције се уписују на специфичан начин у ЦРХОВ.⁸⁴⁵

4.2 СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА ЈАВНЕ ПОНУДЕ ХОВ УЗ ОБЈАВЉИВАЊЕ ПРОСПЕКТА

Јавна понуда ХОВ, у ЗТК је дефинисана, као обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ХОВ, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја ХОВ преко финансијског посредника, односно покровитеља и агента.⁸⁴⁶ Из овакве дефиниције произилази да обавезе везане за проспекат терете и емитента који ХОВ нуди путем ОТЦ тржишта неограниченом броју лица, а не само путем регулисаног и МТП тржишта. Ако се понуда пласира преко ОТЦ тржишта, не постоји обавеза објављивања проспекта за укључење у трговање на регулисано или МТП тржиште, али постоји обавеза објављивања проспекта за јавну понуду. Постоје јавне понуде, које су изузете од обавезе објављивања овог типа проспекта.⁸⁴⁷ Разлика између јавне понуде ХОВ пласиране на ОТЦ тржиште и пласираних на регулисано или МТП тржиште је у томе да, понуда на ОТЦ тржиште неће за собом вући обавезе везане за периодично

поставља питање да ли ово правило у нашем праву може бити примењено по аналогији и на листинг, што остаје да се реши у пракси. Дакле, постоји једно недоследно решење.

⁸⁴¹За више, погледај поглавље XIII у ЗТК.

⁸⁴²ЗПД, чл. 298, ст. 4.

⁸⁴³ЗПД, чл. 298, ст. 1 и 2.

⁸⁴⁴ЗПД, чл. 252, ст. 3.

⁸⁴⁵Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 13.

⁸⁴⁶ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач 37.

⁸⁴⁷За више погледај поднаслов: Емисија ХОВ нуђених приватном и јавном понудом; Емисије нуђене уз обавезу и без обавезе објављивања проспекта.

информисање инвеститора⁸⁴⁸ и строжија правила трговања карактеристична за регулисано и МТП тржиште.

Што се тиче самог поступка емисије, у случају јавне понуде јављају се неке разлике, иако поступак у суштини тече на исти начин. Разлика је у томе да се одлука скупштине о емисији ХОВ нуђених јавном понудом не може судски поништавати од стране заинтересованих лица, уколико је емисија успела.⁸⁴⁹ Дакле, ни повећање основног капитала се не може судски поништавати након завршетка емисије. Међутим, ЗТК предвиђа да уколико у току јавне понуде ХОВ, или поступка за укључење ХОВ у трговање, КХОВ утврди да су подаци из проспекта значајно погрешни, или да доводе инвеститоре у заблуду, или да су изостављене битне чињенице од значаја, КХОВ може наложити да се исте отклоне, ако емитент то не учини, или уколико се оне не могу уклонити у предвиђеном року, КХОВ решењем поништава проспект и јавну понуду и о томе обавештава јавност, емитента и лица која су извршила упис и уплату ХОВ.⁸⁵⁰ Тада се, у року од три дана, приступа повраћају у пређашње стање уз исплату законске затезне камате на уложени новац инвеститора.⁸⁵¹ С обзиром на то, да КХОВ не контролише тачност информација у проспекту приликом његовог одобравања, већ само да ли су формално испуњени сви захтеви у вези са садржином, мала је вероватноћа да може доћи до поништавања емисије.

Још једна специфичност код јавних АД, у случају повећања основног капитала из нето имовине друштва, је да финансијски извештаји, на основу којих се доноси одлука о повећању основног капитала, морају имати позитивно мишљење ревизора.⁸⁵² Ова обавеза је предвиђена и за друштва чија имовина прелази 4.400.000,00 €.⁸⁵³

Најбитнија разлика везана је за поступак израде, одобравања и објављивања проспекта за јавну понуду, који се истовремено може користити и као проспект за укључење ХОВ у трговање на регулисано и МТП тржиште. Информације из оба типа проспекта, наводе се у оквиру једног проспекта, те је довољно да проспект само једном

⁸⁴⁸Види поглавље V. у оквиру ЗТК.

⁸⁴⁹ЗПД, чл. 381, ст. 1, тач. 6. Управо у овом случају долази до изражаја колизија норми ЗТК, и то дефиниције јавне понуде из ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37 и списка јавних понуда ХОВ изузетих од обавезе објављивања проспекта јавне понуде из ЗТК, чл. 12. Стога се може заузети став, да у свим случајевима јавне понуде, било она изузета од обавезе објављивања проспекта, или не, уколико емисија успе, није могуће судски поништити одлуку о емисији.

⁸⁵⁰ЗТК, чл. 43, ст. 1 и 5.

⁸⁵¹ЗТК, чл. 43, ст. 6.

⁸⁵²ЗПД, чл. 306, ст. 1.

⁸⁵³Закон о ревизији („Сл. Гласник РС“, бр. 73/2019), чл. 26, ст. 1.

буде одобрен од стране КХОВ. Захтев за одобрење проспекта са пратећом документацијом подноси емитент, најчешће преко финансијског посредника, а КХОВ овај захтев може одбацити, усвојити или га одбити. Уколико нису испуњене процесне претпоставке за одлучивање, КХОВ ће захтев одбацити,⁸⁵⁴ у супротном улази се у меритум, када се доноси одлука о усвајању или одбијању.⁸⁵⁵ Пошто је проспект одобрен, емитент је у обавези да га објави, након чега се објављује и јавни позив за упис и уплату ХОВ, чиме почиње јавна понуда ХОВ.⁸⁵⁶ Специфичност је да, у случају јавне понуде ХОВ уз објављивање проспекта, није могућ неновчани улог,⁸⁵⁷ него искључиво новчани, који се уплаћује одмах по упису ХОВ.⁸⁵⁸ Упис ХОВ врши се у инвестиционом друштву које се јавља као агент емисије, а уплата у кредитној институцији члану ЦРХОВ, а могуће је да се и упис и уплата ХОВ врше преко регулисаног, односно МТП тржишта.⁸⁵⁹ У случају приватне понуде ХОВ, упис и уплата се могу извршити директно емитенту.

Различито се завршава емисија код понуде са и без обавезе објављивања проспекта, будући да код јавне понуде уз објављивање проспекта, емитент мора у року од три дана од дана окончања јавне понуде, да објави и достави КХОВ објављени извештај о исходу јавне понуде.⁸⁶⁰ У случају понуде без објављивања проспекта не постоји овакав извештај, већ приликом уписа акција у ЦРХОВ, законски заступник сачињава изјаву о успешности емисије, а ако се ради о акцијама, које су делимично уплаћене и изјаву да су испуњени услови везани за минимални износ улога, који мора бити уплаћен.⁸⁶¹

⁸⁵⁴Види: ЗТК, чл. 28.

⁸⁵⁵Уколико је проспект саобразан са траженим законским условима, исти се у року од десет, а најдуже двадесет дана усваја. Одлука о одбијању захтева доноси се у случају да проспект, или информације достављене уз захтев за одобравање проспекта нису у складу са траженим захтевима, а у додатном року их подносилац није допунио, потом уколико проспект садржи информације које су погрешне, нетачне, или обмањујуће, а у додатном року исте нису исправљене и допуњене, те уколико је емитенту КХОВ, већ изрекла неку од мера због лошег, или непотпуног информисања, а емитент није поступио у складу са овим мерама, потом уколико подаци из проспекта нису у складу са одлуком емитента о емисији ХОВ, или подаци нису у сагласности са другим подацима које је потребно доставити уз захтев, те уколико је одлука о емисији ХОВ ништава, или стављена ван снаге, или уколико је над емитентом покренут стечај. Види: ЗТК, чл. 29, ст. 1.

⁸⁵⁶Види: ЗТК, чл. 34.

⁸⁵⁷Не постоји искључиви пропис који ово регулише, већ то произилази из саме технике вршења неновчаног улагања. Наиме, приликом повећања основног капитала уношењем неновчаног удела, АД и пре поступка емисије зна ко је улагач, те не постоји јавна понуда, него приватна.

⁸⁵⁸ЗПД, чл. 298, ст. 3.

⁸⁵⁹Види: ЗТК, чл. 35.

⁸⁶⁰ЗТК, чл. 36, ст. 1.

⁸⁶¹Види: ЗПД, чл. 299, ст. 2, тач. 5.

Уколико се ради о власничким ХОВ, након што је јавна понуда ХОВ успела, мора доћи до њиховог укључења на регулисано или МТП тржиште. У случају дужничких ХОВ, пласирање путем јавне понуде може се извршити и на ОЦ тржиште. Уколико се ХОВ укључују на регулисано тржиште, то се може извршити на сегмент листинга (*Listing*)⁸⁶² и сегмент који није на листингу (*Open Market*), док на МТП тржишту постоји само један сегмент (*MTP Belex*).⁸⁶³ Сам емитент својим захтевом одређује на који сегмент жели да његове ХОВ буду укључене. Међутим, емитент и предметне ХОВ морају испуњавати услове за укључење на тражени сегмент тржишта.⁸⁶⁴ Услови који су предвиђени тичу се потребне капитализације емитента, броја акционара, износа капитала у слободном промету, рачуноводствених стандарда, вредности емисије, маркет импакта⁸⁶⁵ и сл.

4.3 ПОСТУПАК ЕМИСИЈЕ ХОВ ЈАВНОПРАВНИХ ЕМИТЕНАТА ОСЛОБОЂЕНИХ ПРИМЕНЕ ЗТК

На емисије које врше РС и НБС не примењује се ЗТК,⁸⁶⁶ те је поступак емисије другачији. Ови емитенти могу издавати само дужничке ХОВ, а исте се могу пласирати на регулисано и ОЦ тржиште. У случају укључења на регулисано тржиште, ове ХОВ се укључују на трговање искључиво у сегмент листинга и то у најквалитетнији подсегмент, *Prime Market*.⁸⁶⁷ Дакле, ХОВ ових емитената се не пласирају на МТП тржиште, или неки други подсегмент регулисаног тржишта, будући да имају повлашћени положај.

Поступак емисије ХОВ од стране РС врши се на основу уредбе коју је донела Влада РС.⁸⁶⁸ Овом уредбом се утврђује врста ХОВ које се могу издати, услови за њихово издавање, метод по којем се ХОВ први пут продају инвеститорима, начин склапања уговора, превремени откуп издатих ХОВ. Први корак у емисији је доношење одлуке о емисији, којом се утврђује вредност емисије, номинална вредност ХОВ, датум

⁸⁶²Сегмент листинга се даље дели на три подсегмента и то: *Prime Listing*, *Standard Listing* и *Smart Listing*.

⁸⁶³Види: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 58.

⁸⁶⁴Што се тиче услова за укључење на неки од подсегмената листинга, они су предвиђени у оквиру Правилника о листингу Београдске берзе. Услови за укључење у сегмент *Open Market* листинга и на *MTP Belex*, су предвиђени у оквиру Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд (чл. 64 до 66б за *Open Market* и од чл. 68 до 71 за МТП Белех).

⁸⁶⁵Под маркет импактом се подразумева износ за који једна ХОВ промени своју вредност услед једног улагања одређене вредности (нпр. услед улагања износа од 100.000,00 €). Овај критеријум наши правилници више не предвиђају због лошег квалитета домаћих ХОВ и мале дубине нашег тржишта, али он постоји у упоредном праву, а овај критеријум је и код нас раније постојао.

⁸⁶⁶ЗТК, чл. 5, ст. 1.

⁸⁶⁷Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 5.

⁸⁶⁸Види: УЕРХПТ.

емитовања, датум доспећа, начин исплате камате (са купоном или без) и висина камате.⁸⁶⁹ О емисији дугорочних државних ХОВ, са роком доспећа преко једне године, одлучује Влада РС,⁸⁷⁰ док о емисији краткорочних државних ХОВ, са роком доспећа до једне године, одлучује министар надлежан за финансије или лице које он овласти, осим у случају када је датум доспећа у наредној буџетској години, када о емитовању одлучује Влада РС.⁸⁷¹ Након што је донета одлука о емисији, емитент шаље захтев ЦРХОВ да изврши упис предметних ХОВ на емисиони рачун.⁸⁷² Потом се објављује јавни позив за продају државних ХОВ на примарном тржишту.⁸⁷³ Прво прометовање се врши путем купопродаје,⁸⁷⁴ а не склапањем уписног уговора, као што је уобичајено у нашем праву. Купопродаја се може обавити на два начина, путем аукцијске платформе Управе за трезор или путем директне погодбе.⁸⁷⁵ Директна погодба постиже се само са квалификованим инвеститорима, док у аукцијској продаји могу учествовати сва лица.⁸⁷⁶ Код аукцијске понуде, могућа су два метода и то метод јединствене цене, где се све понуђене ХОВ продају по јединственој цени и метод вишеструке цене, где цена варира, а тежи се продаји по највише понуђеној цени.⁸⁷⁷ Након што аукцијска платформа прими налог за куповину, долази до склапања уговора о купопродаји и систем генерише закључницу, као доказ о склопљеном уговору.⁸⁷⁸ Интересантно је да код ових емисија не постоји праг успешности, те ће свака емисија успети, а предвиђено је да се може вршити и реотварање емисије, односно продаја преосталих ХОВ, које су на основу одлуке о емисији већ уписане на емисиони рачун код ЦРХОВ. Одлуком о емисији се предвиђа период у оквиру ког је могуће извршити реотварање, а тај датум се по правилу поклапа са завршетком буџетске године.⁸⁷⁹ Уколико се у овом року не изврши продаја ХОВ, долази до њиховог брисања са емисионог рачуна код ЦРХОВ,

⁸⁶⁹Види: Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности, број 424-13159/2017 („Сл. гласник РС“, бр. 3/2018); Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности, број 424-424-2660/2017 („Сл. гласник РС“, бр. 110/2016 и 29/2017); Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности, број 424-12670/2016 („Сл. гласник РС“, бр. 110/2016) Одлука о емисији државних записа Републике Србије Број 424-3335/2016-1 („Сл. гласник РС“, бр. 50/2016).

⁸⁷⁰УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 2.

⁸⁷¹УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 3.

⁸⁷²Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 19 а.

⁸⁷³Види: УЕРХПТ, чл. 23.

⁸⁷⁴Врши се купопродаја, будући да купци не попуњавају образац уписнице, већ дају своје налоге за куповину, које емитент прихвата на основу непосредне погодбе, или кроз аукцијску платформу Управе за трезор.

⁸⁷⁵Види: УЕРХПТ, чл. 38 и чл. 2, ст. 1, тач. 3.

⁸⁷⁶УЕРХПТ, чл. 5, ст. 2; УЕРХПТ, чл. 38.

⁸⁷⁷Види: УЕРХПТ, чл. 29.

⁸⁷⁸Види: УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 16.

⁸⁷⁹Види: Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности, број 424-13159/2017 („Сл. гласник РС“, бр. 3/2018), чл. 7; Одлука о емисији државних записа Републике Србије, број 424-3335/2016-1 („Сл. гласник РС“, бр. 50/2016), чл. 7.

тако што се преносе на рачун окончања емисије. Аукције се одржавају по унапред утврђеном плану, а Управа за јавни дуг је дужна да утврди оквирни план аукција за наредну буџетску годину до краја текуће буџетске године, те да га објави на својој интернет страници.⁸⁸⁰ Битно је указати на једну термиолошку недоследност, будући да уредба наизглед предвиђа другачији поступак емисије у случају штедних обвезница. Наводи се да Министарство финансија и Управа за јавни дуг објављују јавни позив за упис и уплату штедних обвезница на својим интернет страницама,⁸⁸¹ иако и у овом случају инвеститори дају налог за куповину и не склапа се уписни уговор.⁸⁸²

Уколико се пласман ХОВ врши на ОТЦ тржиште, секундарна продаја врши се путем склапања уговора и њихове регистрације преко члана ЦРХОВ. Уколико се ХОВ укључују на *Prime Market*, тада емитент подноси захтев за укључење Комисији за листинг Београдске берзе, без испитивања испуњености услова за овај подсегмент тржишта, уз изузетно упрошћену документацију,⁸⁸³ а даљи промет се врши путем упаривања налога продаје и куповине.

Што се тиче НБС као емитента, иста је у последњих неколико година издала само благајничке записе, а поступак њиховог издавања је регулисан одлуком НБС.⁸⁸⁴ Поступак почиње доношењем одлуке о емисији коју доноси гувернер, или лице које он овласти, а овом одлуком одређује вредност целокупне емисије и номиналну вредност ХОВ, датум издавања, рок доспећа и висину каматне стопе, а одлука се објављује на интернет страници НБС.⁸⁸⁵ Потом се ХОВ уписују на емисиони рачун, на претходно описани начин, након чега се приступа аукцијској продаји, с тим да купци оваквих ХОВ могу бити само комерцијалне банке.⁸⁸⁶ Дакле, ни у овом случају не постоји уписни уговор, већ се ХОВ уписују на власничке рачуне након купопродаје, док се непродате ХОВ поништавају. Будући да се ради о краткорочној ХОВ, она се увек пласира путем ОТЦ тржишта.

⁸⁸⁰УЕРХПТ, чл. 21.

⁸⁸¹УЕРХПТ, чл. 40 г.

⁸⁸²УЕРХПТ, чл. 40д.

⁸⁸³За више: Правилника о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 20.

⁸⁸⁴НБС има законско овлашћење (Види: Закон о Народној банци Србије („Сл. Гласник РС“ бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018), чл. 14, ст. 1, тач. 3.) да самостално утврђује својом одлуком услове и начин издавања ХОВ. Стога се према важећој ОУПКХОВ могу издавати благајнички записи, док ОИШЗ више није важећа. Штедни записи су последњи пут издати 2007. године.

⁸⁸⁵ОУПКХОВ, чл. 5.

⁸⁸⁶ОУПКХОВ, чл. 6 и 7. Као што је претходно појашњено у оквиру поднасловa негоцијабилност, поставља се питање, да ли се у овом случају и ради о правим ХОВ, будући да им је промет ограничен.

4.4 СПЕЦИФИЧНОСТИ ЕМИСИЈЕ УЗ ПОКРОВИТЕЉСТВО

У оквиру покровитељства разликујемо три различите варијације и то чврсто преузимање (нем. *Festübernahme*, енг. *firm-underwriting*, *bought deal*), *back stop* преузимање (енг. *stand by transaction*) и *best effort* преузимање (енг. *best-efforts underwriting*).⁸⁸⁷ Сваки од ових типова покровитељства има своје специфичности које утичу на поступак емисије.

Код чврстог преузимања,⁸⁸⁸ покровитељ откупљује, или уписује ХОВ од емитента,⁸⁸⁹ а потом покушава да их препрода најширој јавности.⁸⁹⁰ Дакле, емитент прво чини приватну понуду ХОВ коју у целини продаје покровитељу, наравно након што се испоштује право пречег уписа у случају власничких ХОВ, након чега се приступа пласману ХОВ, најчешће уз обавезу објављивања проспекта за јавну понуду или за укључење у трговање.

У случају јавне понуде уз објављивање проспекта, након што се ХОВ продају покровитељу, по цени која је нижа од цене по којој ће покровитељ покушати даљу продају, приступа се изради проспекта за јавну понуду и укључење ХОВ у трговање. Тада покровитељ врши даљу продају оваквих ХОВ покушавајући да оствари зараду на диференцијалној разлици.⁸⁹¹ Код власничких ХОВ често се уговара сигурносна клаузула, на основу које покровитељ мора продати откупљене ХОВ трећим лицима у одређеном року, уколико то не учини, тада је у обавези да непродате ХОВ прода емитенту.⁸⁹² Ако се емитују акције, тада емитент на основу ове клаузуле стиче сопствене акције. Сигурносна клаузула се не уговара код дужничких ХОВ, јер не постоји утицај на пословање емитента уколико се ХОВ не продају, али теоријски гледано, иста се може и у овом случају уговорити. Што се тиче тржишта на које је могуће извршити даљи пласман ХОВ, то је регулисано, МТП и ОТЦ тржиште. Уколико се врши укључивање ХОВ на регулисано и МТП тржиште, сачињава се проспект за јавну понуду и укључење ХОВ у трговање, док у случају пласмана путем ОТЦ тржишта долази до израде проспекта за јавну понуду. Под јавном понудом, сматра се и понуда

⁸⁸⁷Види: В. Grunewald, М. Schlitt, *et. all, op. cit.*, S. 160-161.

⁸⁸⁸Чврсто преузимање је откуп целокупне количине ХОВ, преосталих након права пречег уписа од стране постојећих акционара.

⁸⁸⁹Ако се врши емисија акција, тада долази до уписа ХОВ, јер се исте прометују путем уписног уговора, док се у осталим случајевима ради о купопродаји.

⁸⁹⁰Craig G. Dunbar, „The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers”, *Journal of Financial Intermediation*, No 7/1998, p. 60.

⁸⁹¹Покровитељ се у овом случају јавља у улози понудиоца ХОВ, јер он врши јавну понуду ХОВ.

⁸⁹²Више: Н. Peter Schwintowski, *et. all, Bankrecht*, Köln, 2018, S. 1256-1257.

учињена најширој јавности преко покровитеља путем ОТЦ тржишта,⁸⁹³ а не само путем регулисаног и МТП тржишта, те постоји обавеза, у случајевима када то законом није искључено, да се изради проспект, будући да покровитељ врши продају.

Покровитељство је могуће вршити и у случају понуде без објављивања проспекта, што ће бити нпр. случај код емисије обвезница са номиналном вредношћу већом од 50.000,00 €, ако се даљи пласман врши преко ОТЦ тржишта. Уколико би се даљи пласман оваквих обвезница вршио преко регулисаног или МТП тржишта, тада би се морао израдити проспект за укључење ХОВ у трговање.

Уколико на тржишту постоји интересовање за једну ХОВ која се нуди, али није сигурно да ли ће бити постигнут праг успешности и да ли ће целокупна емисија бити реализована, прибегава се *stand by* покровитељству. Код овог типа покровитељства, емитент постаје сигуран да ће његова емисија бити успешна, а покровитељ преузима мањи степен ризика него код чврстог преузимања. Покровитељ се обавезује, да за један одређени минимални број ХОВ по једној минимално одређеној цени (енг. *back-stop*) да гаранције, да ће у случају нужде сам да их откупи, уколико не буде заинтересованих инвеститора.⁸⁹⁴ Дакле, гарантује емитенту да ће праг успешности емисије бити постигнут и да ће емитент прибавити довољно планираних средстава. Наравно, може се гарантовати да ће целокупну преосталу количину ХОВ покровитељ откупити.

Код *best effort* преузимања инвестициона банка, обавезује се да учини најбоље што може, да би ХОВ биле продате инвеститорима, а уколико преостану непродате ХОВ, покровитељ их неће купити.⁸⁹⁵ У овом случају као и код чврстог преузимања, покровитељ остварује зараду у виду диференцијалне разлике у цени, која би требало да буде мања од оне код чврстог преузимања, будући да је и ризик мањи. И овде се у првом кораку ради о приватној понуди ХОВ учињене покровитељу, која се накнадно може учини јавном путем пласирања емитованих ХОВ на регулисаном и МТП тржишту. Разлика је у томе што покровитељ уписује ХОВ на своје име, али не врши њихову уплату, већ их накнадно комисионо продаје. Уколико се ХОВ накнадно пласирају на регулисано или МТП тржиште, сачињава се проспект за укључење ХОВ у

⁸⁹³Види: ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач 37. У овом случају се јавна понуда помиње везано за покровитељство, али то није једини случај. Јавна понуда учињена на ОТЦ тржишту је свако рекламирање емисије и нуђење ХОВ најширој јавности и непознатим инвеститорима, учињена било од емитента, или покровитеља.

⁸⁹⁴M. Habersack, P. Mülbert, M. Schlitt, et. all., *Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 366.

⁸⁹⁵Huang Fang-Liang, Nie Zuoling, „IPO Underwriting Mechanisms: A Comparison of Stand-by Underwriting and Other Methods,“ *2010 International Conference on Management and Service Science*, Aug. 2010, p. 1.

трговање. Уколико се накнадни пласман врши путем ОТЦ тржишта, најчешће не долази до састављања проспекта, будући да се пласман врши квалификованим инвеститорима, а не најширој јавности.⁸⁹⁶ Теоријски гледано, могло би се десити да покровитељ нуди ХОВ најширој јавности, без обзира на које тржиште ће касније овакве ХОВ бити пласиране и да се мора сачинити проспект за јавну понуду, али је то изузетно тешко спојиво са овим методом покровитељства. Специфичност за овај тип емисије и покровитељства јесте *bookbuilding* поступак утврђивања емисионе цене. Упис, уплата и пренос ХОВ условљен је завршетком поступка утврђивања емисионе цене путем *bookbuilding-a*, када се уговорени број ХОВ у овом поступку преноси или директно на инвеститоре, који су послали своју понуду која је прихваћена, или у првом кораку на покровитеља који касније исте преноси на инвеститоре.⁸⁹⁷ Најчешће се пренос врши прво на покровитеља да би он остварио диференцијалну разлику у цени, те се у том случају ради о комисионој продаји.⁸⁹⁸ Уколико се ради о директном преносу на инвеститоре, тада се у суштини ради о посредовању, а не о покровитељству.

Када се у случају покровитељства пласман акција врши на регулисано тржиште, карактеристично је да се често уговарају и клаузуле о стабилизацији цене. Ово је карактеристично само код акција, јер у случају дужничких ХОВ њихова цена не може утицати на вредност самог емитента, односно акција старих акционара. Постоје две клаузуле које се најчешће уговарају, једна је *greenshoe option* (енг. *over-allotment option*), а друга *reverse greenshoe option*. Прва опција настаје када емитент одобри покровитељу право да откупи додатне акције, ван количине која се емитује, у одређеном кратком року након емисије (најдуже 30 дана).⁸⁹⁹ У овом случају, емитент мора имати у поседу сопствене акције, или се акције морају позајмити од неког од акционара. Позајмљене акције покровитељ продаје заједно са осталим акцијама, а

⁸⁹⁶Прспект за јавну понуду је потребно начинити, у случају да се прва продаја обавља најширем кругу лица. Међутим, то није случај ако се ХОВ нуде квалификованим инвеститорима. Уколико би ови инвеститори, даље јавно нудили овако прибављене ХОВ, радило би се о јавној понуди. Инвеститори би се нашли у улози понуђача, а исти су у обавези да сачине проспект. Међутим, они вероватно не би могли да сачине проспект, будући да је за то потребно и учешће емитента, стога би у овом случају требало применити правила о одговорности адресата у случају необјављивања проспекта, а у нашем праву одговарајућа правила нису предвиђена. (За више погледај поднаслов: Одговорност адресата у случају необјављивања проспекта.) У пракси овај проблем вероватно не би настао, будући да се квалификованим инвеститорима емитују ХОВ, са великом номиналном вредношћу, а које су ослобођене обавезе објаве проспекта.

⁸⁹⁷В. Grunewald, М. Schlitt, *et. all, op. cit.*, S.160.

⁸⁹⁸ЗТК забрањује упис и уплату ХОВ код покровитеља, или емитента у случају јавне понуде ХОВ, стога упис и уплату није могуће спровести на овај начин, барем не без прекршајне казне. За више погледај: ЗТК, чл 35 и поднаслов: Право инвеститора да упише или купи емитоване ХОВ.

⁸⁹⁹Robert S. Hansen, Beverlz R. Fuller, Vahan Janjigian, “The Over-Allotment Option and Equity Financing Flotation Costs: An Empirical Investigation”, *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, 1987, p. 24- 25.

новац се депонује на посебан рачун. Уколико цена почне да пада, тада покровитељ користећи тај новац почиње да купује акције по претежној цени, како би стабилизовао цену акције и повукао вишак акција са тржишта. Након истека 30 дана, покровитељ мора вратити позајмљене акције, уколико их не врати тада емитент издаје покровитељу ограничену количину акција, код којих је искључено право пречег уписа, а покровитељ исплаћује новац са наменског рачуна емитенту, након чега се ове акције враћају зајмодавцу.⁹⁰⁰ Што се тиче друге клаузуле, *reverse greenshoe option*, у питању је поступак стабилизације цене акција, са истим ефектом као код претходне опције, али са другачијим поступком. У овом случају, ако дође до пада вредности акција након емисије, покровитељ са тржишта откупљује максимално уговорену количину акција по депресивној цени и продаје их емитенту, који на тај начин стиче сопствене акције.⁹⁰¹

4.5 СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА ВАНБИЛАНСНЕ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА

Ванбилансна секјуритизација, разликује се од осталих типова емисије ХОВ, по поступку који претходи емисији и из разлога што се емитују искључиво партиципативне обвезнице. У нашем правном систему, на жалост, није могућа ни билансна, ни ванбилансна секјуритизација, али је због свеобухватности рада потребно изнети њихове специфичности. Основно обележје ванбилансне секјуритизације је, да се као емитент јавља искључиво ДСН, те је стога први корак у овом поступку оснивање овог друштва. У континенталном праву, ДСН се по правилу оснива у форми ДОО, будући да је то најјефтиније и организационо најбоље решење. У сваком случају, мора се радити о друштву капитала, како би ДСН могао самостално отићи у стечај. У англосаксонском праву, ДСН се оснива у форми труста као правног лица.⁹⁰² Актива која се користи у ванбилансној секјуритизацији потиче од оригинатора. Оригинатор је лице у чијем се интересу врши ванбилансна секјуритизација и које врши факторинг својих потраживања на ДСН, како би очистио своје билансе и извршио рефинансирање својих дугорочних пласмана, како би одмах остварио профит, уместо да чека дуги временски период њихове отплате.

Након оснивања ДСН-а, мора се формирати актива емисије и извршити факторинг потраживања са оригинатора на ДСН. Тада се формира портфолио сличних

⁹⁰⁰Више: Cyril Paul, „Understanding Green Shoe Option in Public Offerings“, *The Chartered Accountant, the monthly news journal of the Institute of Chartered Accountants of India*; January 2012, p. 1076-1080.

⁹⁰¹C. Paul, *op. cit.*, p. 1080.

⁹⁰²За више погледај поднаслов: ДСН као емитент.

потраживања која периодично дају принос који се прерасподељује путем партиципативних обвезница. Предмет преноса могу бити само потраживања која је законски могуће пренети, а уз факторинг потраживања морају се пренети и информације о дужницима, па је потребно водити рачуна о тајности и заштити података.⁹⁰³ С обзиром на тип активе који се користи за емисију, разликујемо праву ванбилансну секјуритизацију (енг. *true sale securitisation*), код које се врши факторинг односно продаја потраживања која служе као портфолио емисије ДСН-у и синтетичку секјуритизацију (енг. *synthetic securitisation*), код које као актива емисије служе финансијски деривати проистекли из хеџинга.⁹⁰⁴ Такође, разликујемо финансирану и нефинансирану синтетичку секјуритизацију. Код овог типа секјуритизације, осигурано лице плаћа своју обавезу из хеџинга ДСН-у, а која се расподељује према процентима из партиципативне обвезнице, а даваоци осигурања се обавезују да ће исплатити уговорени осигурани износ (нефинансирана секјуритизација), или се исти одмах уплаћује путем купопродајне цене, за партиципативне обвезнице (финансирана секјуритизација), те ДСН преноси овај износ на осигурано лице, уколико наступи осигурани случај, или у противном враћа новац инвеститорима. Уколико се ради о финансираној синтетичкој секјуритизацији, издају се ХОВ и поступак тече на начин на који је претходно описан, с тим да се уместо потраживања као актива користе приходи из финансијских деривата, док у случају делимично плаћене или неплаћене синтетичке секјуритизације долази до склапања уговора, односно финансијских деривата, између ДСН-а и инвеститора, те се не врши емисија ХОВ.⁹⁰⁵

Увек се тежи да ДСН прави што мање трошкова, па он нема стално запослених, стога послове везане за администрирање потраживањима мора неко обављати. Због тога се именује лице које ће управљати потраживањима и њиховим средствима обезбеђења, такозвани сервисер или администратор (енг. *serviser*). Ово лице контролише уредност наплате потраживања из активе секјуритизације и врши њихову редистрибуцију имаоцима партиципативних обвезница. Наравно, за свој рад добија одговарајућу накнаду за послове које обавља, стога оригинатор по правилу врши и ове

⁹⁰³Н. Meyer, F. Primožic, *op. cit.*, S. 39.

⁹⁰⁴Хеџинг (енг. *Hedge*) је метода којом се инвеститор, путем склапања уговора, осигурава од промене цене робе, или финансијске активе.

⁹⁰⁵Финансијски деривати нису предмет овог рада, те се о њима неће детаљније расправљати. Што се тиче поделе на праву и синтетичку ванбилансну секјуритизацију, погледај поднаслов: Врсте ванбилансе секјуритизације. Битно је изнети да је претходно поменута подела на финансирану и нефинансирану синтетичку секјуритизацију, везана за право САД и у осталим државама се готово и не јавља. За право САД је карактеристично да је прихваћена уговорна теорија емисије ХОВ, те је у њиховом праву горе поменута разлика мање важна.

послове како би додатно увећао свој приход. Оригинатор је најчешће банка и уплате лежу на рачуне које оригинатор води за ДСН, те се и по овом основу остварује додатни профит.

Пре емисије се поставља повереник (нем. *Treuhänder*, енг. *trustee*), који се именује у оквиру општих услова обвезнице и у оквиру проспекта, а који ће контролисати рад сервисера у интересу инвеститора. Пре финансијске кризе, повереник није имао значајну улогу и послове је обављао најчешће за малу накнаду, због чега је контрола најчешће била оскудна, уколико је исте и било. Након кризе, поставило се питање одговорности повереника који су требали да врше контролу, па је њихов значај и одговорност порасла у међувремену.

У поступку ванбилансне секјуритизације, постоји проблем контроле рада сервисера. Често се у једном лицу обједињују функције оригинатора, финансијског посредника и сервисера, те је потребно да неко независан контролише да ли приход активе планираним током долази у ДСН, да ли се активом правилно управља, да ли се приход правилно дели, посебно што се прерасподела може вршити на основу компликованих правила, пре свега код структурисане секјуритизације, код које се јављају трансхе које носе различита права. Инвеститори сами често нису у стању да уоче проблем, а због њихове бројности тешко је колективно предузимање активности у циљу заштите интереса. Стога повереник, као треће независно лице, обавља фидуцијарне дужности и има основни задатак да чува интересе инвеститора, да контролише токове новца и да провери да ли се активом управља на одговарајући начин, а уколико постоје неки проблеми са управљањем, он је овлашћен и да промени сервисера.⁹⁰⁶ Уколико ово лице свој посао не обавља у најбољем интересу власника обвезница, на основу фидуцијарне одговорности, биће им одговорно за накнаду штете.⁹⁰⁷ Повереник се поставља увек у случају билансне и ванбилансне секјуритизације, али је то могуће и код других типова емисије дужничких ХОВ. Он се поставља на основу уговора који закључују емитент и повереник, као фидуцијар,

⁹⁰⁶А. Arif, *op. cit.*, p. 24.

⁹⁰⁷Фидуцијарна одговорност је тип деликтне штете, који настаје због повреде поверења, односно из разлога што фидуцијар није поступао у најбољем интересу заступаног, услед чега је настала штета. Овај тип одговорности је детаљно обрађен у страном законодавству и теорији, док у нашем праву, теоријски никада није развијен, иако су га судови фактички примењивали, али истовремено га ни они нису теоријски уобличили. За више о фидуцијарној одговорности у упоредном праву погледај: Bucher Eugen, „Vertrauenshaftung: Was? Woher? Wohin?“, *Richterliche Rechtsfortbildung in Theorie und Praxis. Methodenlehre und Privatrecht, Zivilprozess- und Wettbewerbsrecht. Festschrift für Hans Peter Walter*, Bern 2004, S. 231 ff.

односно представник будућних власника ХОВ. Фидуцијар се увек наводи у проспекту и општим условима ХОВ, а њега имаоци ХОВ на својој скупштини могу и заменити, уколико нису задовољни како исти штити њихове интересе. У случају дугорочних дужничких ХОВ, односно обвезница издатих јавном понудом, често се јављају проблеми, када је потребно да се на колективном нивоу предузму активности које треба да заштите интересе улагача, јер инвеститори не могу да реагују као кохерентна група, будући да се већином ради о малим улагачима.⁹⁰⁸ Тачно је да међу улагачима често има квалификованих инвеститора, попут хец фондова и других приватних инвестиционих фондова, који својим активностима могу решити овај проблем, али се често дешава да они имају супротне интересе са малим улагачима.⁹⁰⁹ Стога је у САД-у нађено делимично решење за проблем недостатка колективне активности инвеститора.⁹¹⁰ Прописано је да се у случају јавне понуде мора именовати повереник, који ће поступати као колективни заступник власника обвезница.⁹¹¹ Наравно, интересе власника обвезница штити и њихова скупштина, али као што је већ речено, проблеми настају будући да до тренутка њеног одржавања не постоји лице које ће штитити интересе инвеститора.⁹¹² Повереник је обично имао мали обим посла, али се то након 2007. године драстично променило, будући да им је након наступања кризе додељен низ додатних обавеза у примене њихових овлашћења.⁹¹³ Њихова активност је изазвала бројну медијску и стручну критику, будући да су они били преспори у праћењу догађаја или су били превише конзервативни у коришћењу својих овлашћења, како би решили проблеме.⁹¹⁴

Пошто су именована сва лица која учествују у поступку емисије, ДСН приступа самој емисији партиципативних обвезница. Финансијски посредник у поступку емисије обавља функцију агента емисије, али је најчешће и сервисер, који се стара о новчаним токовима ДСН-а и њиховој расподели. Уколико је оригинатор банка, она најчешће

⁹⁰⁸Steven L. Schwarcz, Gregory M. Sergi, „Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee“, *Alabama Law Review*. Vol. 59, Iss. 4/2008, p. 1037.

⁹⁰⁹*Ibidem*, p. 1038.

⁹¹⁰*Ibidem*, p. 1038.

⁹¹¹*Ibidem*, p. 1038.

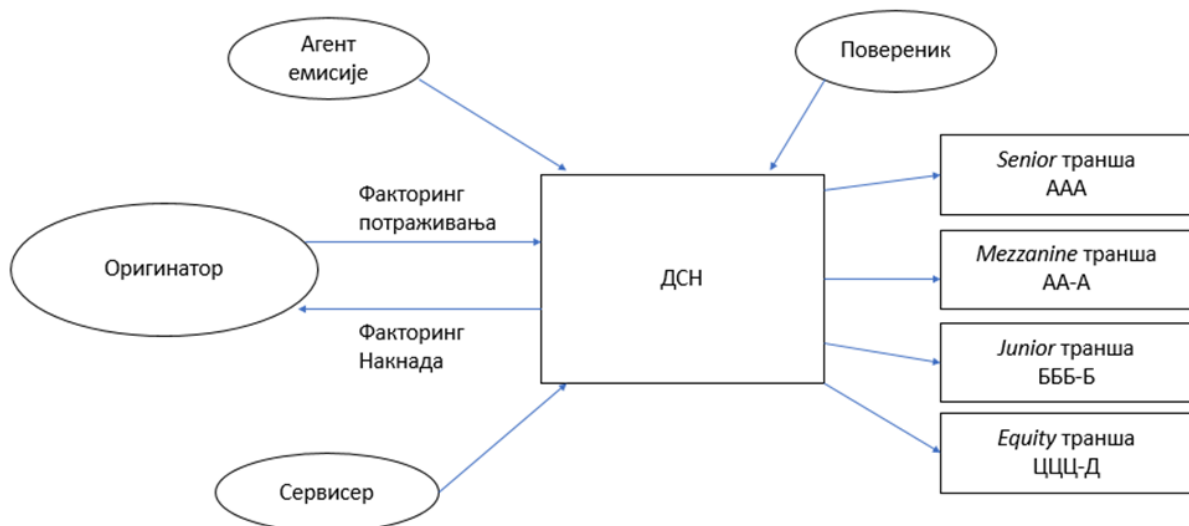
⁹¹²За пример начина регулисања скупштине поверилаца дужничких ХОВ погледај: SchVG; За пример уговора између емитента и повереника погледај: <https://vasakronan.se/wp-content/uploads/2018/02/bond-agreement-mtn504nok-hemsidan.pdf>, сајт посећен 28.01.2019. године.

⁹¹³Simon Hill, Tim Beech, „The credit crisis: have trustees lived up to expectations?“, *Capital Markets Law Journal*, 2010, Vol. 5, No. 1, p. 5.

⁹¹⁴*Ibidem*, p. 6. Према овом извору, накнада коју су повереници остваривали годишње по једном случају се кретала око 4000 фунти (у случају Енглеске), која је у суштини изузетно мала, међутим у периоду пре кризе се сматрало да исти у суштини немају много посла око заштите интереса клијената, будући да су више пратили стање, него што су ишта предузимали.

обавља обе функције. Она једино не може обављати функцију повереника који мора бити самостално и независно лице. Сама емисија врши се као и свака друга агенцијска, с том разликом да се непродате партиципативне обвезнице не поништавају, већ се расподељују оригинаторима, уместо исплате факторинг накнаде за активу. Пошто би се поништавањем непродатих партиципативних обвезница пореметио начин прерасподеле прихода из активе, непродате ХОВ се морају предати оригинаторима као компензација за неисплаћену факторинг накнаду. Оригинатор може накнадно продати добијене партиципативне обвезнице или их искористити у новој секјуритизацији.⁹¹⁵ Емисија се може вршити путем приватне или јавне понуде, уз пласман на регулисано, МТП или ОТЦ тржиште.

Шематски приказ ванбилансне секјуритизације:



⁹¹⁵Сматра се да је разлог финансијске кризе управо лош квалитет партиципативних обвезница издатих у оквиру структурисане секјуритизације, будући да су оригинатори поново препакивали своје партиципативне обвезнице добијене на претходно описан начин у компензацији и преносили исте на ДСН, који је опет вршио секјуритизацију. Овако добијене ХОВ су имале врхунски рејтинг, без обзира што се радило о активи коју су чиниле најлошије транше партиципативних обвезница, на које се преваљивао сваки губитак активе, при чему су банке недовољно контролисале кредитну способност корисника кредита, чији су кредити односно дуговања улазила у активу секјуритизације.

4.6 СПЕЦИФИЧНОСТИ ПОСТУПКА БИЛАНСНЕ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА

Билансна секјуритизација специфична је по томе што емитент може бити искључиво банка, која у поступку сопствене емисије издаје покривене обвезнице. Оно што издваја овај поступак од других, јесте постојање регистра покрића, у који банка мора да унесе портфолио својих кредитних потраживања, који служи као покриће за емисију покривених обвезница, у случају стечаја емитента. Није довољно само унети потраживања у регистар, већ он мора имати одговарајућу вредност која ће гарантовати да ће покривене обвезнице бити исплаћене. Након формирања активе за покриће, даљи поступак може тећи као емисија уз јавну или приватну понуду ХОВ, с тим да је пре економске кризе најчешће вршена јавна понуда ХОВ, а данас по бројности преовладава приватна понуда, с тим да је вредност покривених ХОВ емитованих јавном понудом готово увек била виша.⁹¹⁶ Наравно, након приватне понуде покривених обвезница могуће је исте укључити у трговање на регулисано или МТП тржиште.

Како је поступак билансне секјуритизације настао у СРН, а РС нема одговарајуће законодавство, у наставку ће бити изнета законска решења која се тичу регистра покрића и начина утврђивања вредности активе у портфолију из правног система СРН.

4.6.1 Регистар покрића у праву СРН

Регистар покрића је евиденција коју води емитент покривених обвезница, а у који се уписује одговарајућа актива, која служи као обезбедбеђење емисије и он је строго регулисан у погледу садржине и начина вођења. Он може бити вођен у папирној или електронској форми, а води се од стране за то посебно овлашћене особе, чија овлашћења за приступ регистру морају бити чувана најмање пет година, након што престане овлашћење.⁹¹⁷ Регистар се мора чувати од неовлашћеног приступа или уништавања, као и од спољних утицаја попут ватре и воде.⁹¹⁸ Приступ регистру је ограничен. Систем заштите података мора омогућавати да систему може приступити само овлашћена особа и да га само она може користити, да се опције у оквиру система

⁹¹⁶За више о статистици приватне и јавне понуде покривених обвезница у СРН види: Gennadij Seel, *Das Emissionsverhalten von Pfandbriefbanken: Eine Analyse der Auswirkungen von Krisen und künftigen Regularien*, Wiesbaden, 2014, S. 23.

⁹¹⁷Verordnung über die Form und den Inhalt der Deckungsregister nach dem Pfandbriefgesetz und die Aufzeichnung der Eintragungen (Deckungsregisterverordnung - DeckRegV) vom 25. August 2006 (BGBl. I S. 2074), die durch Artikel 7 des Gesetzes vom 20. März 2009 (BGBl. I S. 607) geändert worden ist. (Даље у фуснотама: DeckRegV), Par. 2.

⁹¹⁸DeckRegV, Par. 3.

(брисање, унос, промена и сл.) користе само у складу са протоколом, да се фалсификовање уноса података може приметити, док се кварови на систему морају пријавити, а банка увек мора имати сачувану бар још једну копију регистра.⁹¹⁹ Уноси у регистар се не смеју преправљати, осим у случајевима када се ради о грешкама у писању, рачунању или сличним ноторним нетачностима.⁹²⁰ Кроз техничке и организационе мере, мора се обезбедити да изворни садржај остане непромењен.⁹²¹ Уноси се морају извршити на трајан начин, а предузете промене морају бити сваког тренутка уочљиве.⁹²² Антидатирани уноси нису дозвољени, а сваки унос се врши под одређеним редним бројем који се након брисања уноса не сме више користити.⁹²³

За сваку класу покривених обвезница мора се водити посебан регистар.⁹²⁴ Сваки регистар мора имати ознаку банке емитента и натпис регистар покрића, са ознаком класе обвезница.⁹²⁵ Банка мора водити и подрегистре, у случајевима када као покриће служе деривати или страна средства обезбеђења, а овај регистар мора имати јасну ознаку да се ради о подрегистру и за који регистар је он повезан.⁹²⁶ Уколико се води подрегистар, у регистру се мора означити који унос је везан за подрегистар.⁹²⁷

Могуће је уношење акцесорних и неакцесорних хипотека из иностранства у регистар, а ови уноси се воде у истом регистру у којем и домаћи уноси.⁹²⁸ У случају обвезница покривених залогом на ваздухопловима и бродовима, регистар изгледа исто као и код хипотеке на непокретностима, с тим да се уместо ознаке оптерећене непокретности наводи број уписа оптерећеног авиона или брода у јавни регистар,⁹²⁹ док се у случају јавноправних покривених обвезница, садржина регистра разликује.⁹³⁰

⁹¹⁹DeckRegV, Par. 7.

⁹²⁰DeckRegV, Par 5, Abs. 1.

⁹²¹DeckRegV, Par. 5, Abs. 2, S. 1.

⁹²²DeckRegV, Par. 5, Abs. 2, S. 2.

⁹²³DeckRegV, Par. 8. У регистар покрића се уносе следећи подаци: датум уноса и број уноса, ознака оптерећене непокретности, вредност банкарске позајмнице, за неакцесорну хипотеку, број под којим је иста заведена у земљишну књигу, валуту, и номинални износ, за хипотеке ко је дужник, валуту, износ позајмнице, ознака партије кредита у банци, уноси везани за брисање, где се наводи број брисања, износ, датум и потпис овалашћеног лица, и напомене. Види: DeckRegV, Par. 9.

⁹²⁴DeckRegV, Par. 4, Abs. 1, S. 1.

⁹²⁵DeckRegV, Par. 4, Abs. 1, S. 3.

⁹²⁶DeckRegV, Par. 4, Abs. 2.

⁹²⁷DeckRegV, Par. 4, Abs. 3.

⁹²⁸DeckRegV, Par. 10.

⁹²⁹DeckRegV, Par. 12 und 12 a.

⁹³⁰У овом случају у регистру се наводе следећи подаци: број уноса, интерни број банке и датум уноса, ко је дужник, број позајмнице, или у случају да су издате ХОВ као обезбеђење, ознака ХОВ, валута позајмнице, номинални износ позајмнице, као и да ли је дата гаранција за исплату дуга, те ко је исту дао,

Овлашћено лице које води регистар у обавези је да у току првог месеца сваког полугодишта, *BaFin*-у проследи извод из регистра покрића за претходно полугодиште.⁹³¹ Ово лице мора дати потписану изјаву, којом потврђује да изводи верно осликавају стање регистра и да су садржински идентични.⁹³² *BaFin* мора чувати изводе 50 година, а приступ истим је ограничен само на овлашћене особе.⁹³³

Покриће за обвезнице и њихова вредност се мора водити у регистру посебно за сваку класу покривених обвезница. Уколико буде исплаћено потраживање које служи за покриће, тада овлашћено лице за вођење регистра мора без одлагања да у регистар уведе нову активу одговарајуће вредности.

4.6.2 Начин утврђивања вредности активе унете у регистар у праву СРН

Да би покриће имало потребан квалитет, вредност активе унете у регистар мора бити већа од реалне вредности активе, односно мора доћи до препокривености. У регистар се за потребе утврђивања вредности покрића узима само вредност зложених хипотека, иако се као покриће користе сва средства обезбеђења из уговора о кредиту, а не само хипотека. Будући да је немогуће пренети хипотеку без преноса потраживања,⁹³⁴ мора доћи до уношења целог потраживања у регистар, а не само хипотеке. Вредност активе унете у регистар не ограничава се само на вредност хипотеке исказане за потребе регистра, него се проширује на сва потраживања чији је власник банка емитент и који представљају привредну супстанцу зложене непокретности у целини.⁹³⁵ Стога, постоји претпоставка да се залаже целокупно потраживање, с тим да се као вредност за обезбеђење узима само вредност хипотековане непокретности. У регистар покрића довољно је уписати хипотеке, без уписа промене у земљишним књигама, како би настала залога на потраживању која ће наравно имати дејство *inter partes*, а дејство *erga omnes* може имати тек након уписа у одговарајући регистар непокретности.

4.6.2.1 Утврђивање вредности активе код хипотекарних покривених обвезница

У регистар хипотекарних покривених обвезница улазе непокретности на простору СРН, међутим не све у истом обиму. Ако се користе хипотеке на плацу за

ознаке везане за брисање уноса, датум брисања, потпис овлашћене особе и напомене. Види: DeckRegV, Par. 11.

⁹³¹PfandBG, Par. 5, Abs. 2.

⁹³²DeckRegV, Par. 16, Abs. 1, S. 1.

⁹³³DeckRegV, Par. 17.

⁹³⁴BGB, Par. 1153, Abs. 2.

⁹³⁵PfandBG, Par. 12, Abs. 3.

изградњу објекта и на припадајућим објектима новоградње који још нису завршени и нису подобни за упис у земљишне књиге, оне не смеју прелазити заједно 10% укупног износа вредности за покриће, а хипотеке на грађевинском земљишту могу износити само 1% укупне вредности покрића.⁹³⁶

Стране хипотеке могу ући у регистар, али уз ограничења, па закон предвиђа да се хипотекована непокретност може налазити у некој од држава ЕУ, Швајцарској, САД, Канади, Јапану, Аустралији, Новом Зеланду, или Сингапуру, приликом чега вредност некретнина ван ЕУ не сме прелазити 10% вредности регистра.⁹³⁷ Непокретности у преосталим државама се не могу користити.

Вредност непокретности приликом установљавања хипотеке мора проценити независно овлашћено лице, уз узимање у обзир карактеристика објекта и изгледа за будућу продају.⁹³⁸ Ова вредност не сме превазилазити тржишну вредност објекта, која представља вредност по којој се један објекат на дан процене може продати у уобичајеном пословном промету између једног продавца и једног купца, који имају чињенично знање и тргују без присиле у одговарајућем временском оквиру.⁹³⁹

Приликом утврђивања висине активе за покриће, хипотеке се могу користити само до 60% своје реалне вредности.⁹⁴⁰ Обрачунска вредност активе утврђује се на овај начин, како би настала препокривеност због сигурности инвеститора, јер се може десити да потраживање из покривене обвезнице, постане необезбеђено у случају стечаја.

4.6.2.2 Утврђивање вредности активе код комуналних покривених обвезница

Као актива за покривање комуналних покривених обвезница, могу служити само потраживања према јавно правним лицима из СРН или држава чланица ЕУ, саме ЕУ, централних банака држава чланица ЕУ, потраживања према САД-у, Јапану, Швајцарској и Канади, Европској централној банци, Европској банци за обнову и развој, одређених међународних организација⁹⁴¹ и потраживања покривена њиховим

⁹³⁶PfandBG, Par. 16, Abs. 3.

⁹³⁷PfandBG, Par. 13, Abs. 1.

⁹³⁸PfandBG, Par. 16, Abs. 2, S. 1.

⁹³⁹PfandBG, Par. 16, Abs. 2, S. 3.

⁹⁴⁰PfandBG, Par. 14.

⁹⁴¹Ради се о међународним организацијама у смислу VO (EU) Nr. 575/2013, чл. 117 и 118, а то су: Међународна банка за обнову и развој, Међународне финансијске корпорације, Интер-Америчка банка за развој, Карипска развојна банка, Међуамеричка инвестициона корпорација, Међународна инвестициона

гаранцијама.⁹⁴² Укупни износ покрића, према државама које нису чланице ЕУ, може бити највише 10% укупног износа покрића.⁹⁴³ Карактеристично је да се овај тип активе може користити без умањења обрачунске вредности у регистру.

4.6.2.3 Утврђивање вредности активе код бродских покривених обвезница

За покриће бродских покривених обвезница, могу бити коришћене само хипотеке на бродовима, који су унети у јавни регистар.⁹⁴⁴ Бродске хипотеке се за покриће смеју користити само до 60% своје реалне вредности и то код кредита који су издати на сличан временски период, а по могућству са сличним периодом амортизације, а *BaFin* може дозволити одступања уколико се ради о уговорима о кредиту, код којих је уговорено да није могућа превремена отплата у првих 20 година живота брода.⁹⁴⁵ Покриће је подобно за унос у регистар, уколико је хипотека установљена само на једном броду, те није дозвољена заједничка хипотека.⁹⁴⁶ Хипотека може бити успостављена и на страном броду, уколико је у праву државе регистравања дозвољено установљавање стварно правне залоге сличне хипотеци на броду у немачком праву, да ово стварно право пружа исти обим обезбеђења као одговарајући стварноправни институт у немачком праву, а да положај повериоца странца није отежан у односу на повериоца из земље регистрације.⁹⁴⁷

Укупни износ покрића на страним бродовима, изузев оних регистрованих у ЕУ, у којима није установљено да се у случају стечаја банке потраживања обезбеђена хипотеком не издвајају из стечајне масе (излучно право), не могу чинити више од 20% укупне вредности покрића у регистру. Уписане вредности покрића проширују се на сва потраживања, чији је власник банка емитент и који представљају привредну супстанцу брода, попут закупа и лизинга, као и потраживања од продаје брода.⁹⁴⁸

банка, Међународна финансијска корпорација, Међународни монетарни фонд, Нордијска инвестициона банка, Развојна банка Савета Европе, Европска банка за обнову и развој, Агенција за мултилатералне гаранције инвестиција, Азијска развојна банка, Азијски развојни фонд, Азијска развојна банка, Европска инвестициона банка, Карипска развојна банка, Афричка развојна банка, Нордијска инвестициона банка, Европски инвестициони фонд, Међународни фонд за финансирање имунизације, Међународна инвестиционо гаранцијска агенција, Исламска развојна банка, Међународни монетарни фонд, Банка за међународна поравнања, Европски механизам за стабилност, Европски фонд за финансијску стабилност.

⁹⁴²PfandBG, Par. 20, Abs. 1.

⁹⁴³PfandBG, Par. 20, Abs. 2a.

⁹⁴⁴PfandBG, Par. 22, Abs. 1.

⁹⁴⁵PfandBG, Par. 22, Abs. 2.

⁹⁴⁶PfandBG, Par. 22, Abs. 4.

⁹⁴⁷PfandBG, Par. 22, Abs. 5.

⁹⁴⁸PfandBG, Par. 22, Abs. 6.

Бродови на којима је установљена хипотека, морају у току целог трајања покрића бити осигурани у вредности од 110% вредности зајма винкулисаног у корист банке емитента.⁹⁴⁹ Сама процена вредности брода мора бити извршена од овлашћеног лица, које има потребна чињенична знања и стручно искуство за овакву процену. Ова вредност не сме превазилазити тржишну вредност, под којом се подразумева вредност по којој се сличан брод на дан процене може продати у уобичајеном пословном промету између једног продавца и једног купца, који имају чињенично знање и тргују без присиле у одговарајућем временском оквиру.⁹⁵⁰

4.6.2.4 Утврђивање вредности активе код ваздухопловних покривених обвезница

Уколико је покриће обвезнице хипотека на ваздухоплову, она може бити успостављена на домаћем или страном ваздухоплову.⁹⁵¹ Хипотека мора бити уписана у јавни регистар, а као обрачунска вредност за покриће може се користити 60 % вредности хипотека унетих у регистар, с тим да се у регистар покрића уносе хипотекована потраживања сличног периода отплате, а пожељно је да амортизација кредита буде слична. Уколико је уговорено да се до тренутка доспелости целог кредита он неће отплаћивати у целини у једнаким ратама, већ путем једне рате на крају доспелости целог кредита, неће се сматрати да постоји сличан период отплате, а *BaFin* може одобрити одступања од овог правила.⁹⁵² Покриће на једном авиону може трајати најдуже до 20. године старости авиона.⁹⁵³ Оптерећење на авиону регистрованом у иностранству дозвољено је када на основу права државе регистрације може бити успостављено стварно правна залога, која је унета у јавни регистар и да ово стварно право пружа исти обим обезбеђења као одговарајући стварноправни институт у немачком праву, а да положај повериоца странца није отежан у односу на повериоца из земље регистрације.⁹⁵⁴ Укупни износ покрића изузев држава чланица ЕУ, у којима није установљено да се у случају стечаја банке потраживања обезбеђена хипотеком не издвајају из стечајне масе (излучно право), не могу чинити више од 20% укупне вредности покрића у регистру.⁹⁵⁵ Уписане вредности покрића проширују се на сва потраживања, чији је власник банка емитент и који представљају привредну супстанцу

⁹⁴⁹PfandBG, Par. 23.

⁹⁵⁰PfandBG, Par. 24, Abs. 2.

⁹⁵¹PfandBG, Par. 26a.

⁹⁵²PfandBG, Par. 26b, Abs. 2.

⁹⁵³PfandBG, Par. 26b, Abs. 3.

⁹⁵⁴PfandBG, Par. 26b, Abs. 4.

⁹⁵⁵PfandBG, Par. 26b, Abs. 4.

летелице, попут закупа и лизинга, или потраживања од продаје летелице.⁹⁵⁶ Ваздухоплови на којима је установљена хипотека морају у току целог трајања покрића бити осигурани у вредности од 110% вредности зајма, винкулисаног у корист банке емитента.⁹⁵⁷

Сама процена вредности летелице мора бити извршена од овлашћеног лица, које има потребна чињенична знања и стручно искуство за овакву процену. Ова вредност не сме превазилазити тржишну вредност, а под којом се подразумева вредност по којој се сличан брод на дан процене може продати у уобичајеном пословном промету између једног продавца и једног купца, који имају чињенично знање и тргују без присиле у одговарајућем временском оквиру.⁹⁵⁸

4.7 ПИТАЊЕ ПОВРЕДЕ БАНКАРСКЕ ТАЈНЕ У СЛУЧАЈУ СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ ДУГОВАЊА

Банкарска тајна се може одредити као правна обавеза кредитне установе да „ћути“ о подацима, који се односе на имовинско стање њеног клијента и право да ускрати давање података о свом клијенту, или о трећим лицима о којима је сазнала радећи са клијентом.⁹⁵⁹ Банкарска тајна је пословна тајна,⁹⁶⁰ која за собом повлачи обавезу чувања података који су банци познати, а односе се на личне податке, финансијско стање и трансакције, као и на власништво, пословне везе клијената, друге банке, на податке о стању и промету на индивидуалним депозитним рачунима, као и друге податке до којих банка дође у пословању с клијентима.⁹⁶¹ Предметни подаци, могу се одати уколико постоји писмено одобрење клијента,⁹⁶² или у случају законом предвиђених изузетака (кривична истрага, поступак извршења и сл.).⁹⁶³ Државни органи, податке које су овлашћено добили од банке, могу користити искључиво у сврху за коју су они прибављени и не могу их саопштавати трећим лицима.⁹⁶⁴ Банка и чланови њених органа, акционари и запослени у банци, као и спољни ревизор банке и друга лица која због природе посла који обављају имају приступ заштићеним подацима, не могу те податке саопштавати трећим лицима, нити их користити противно интересу

⁹⁵⁶PfandBG, Par. 26b, Abs. 5.

⁹⁵⁷PfandBG, Par. 26c, Abs. 1.

⁹⁵⁸PfandBG, Par. 26b, Abs. 2.

⁹⁵⁹Соња Бунчић, *Банкарско и берзанско право*, Нови Сад, 2012, стр. 100.

⁹⁶⁰Закон о банкама, чл. 46, ст. 1.

⁹⁶¹Закон о банкама, чл. 46, ст. 2.

⁹⁶²Закон о банкама, чл. 47, ст. 3.

⁹⁶³Закон о банкама, чл. 48, ст. 2.

⁹⁶⁴Закон о банкама, чл. 49, ст. 1.

банке и њених клијената, нити могу трећим лицима омогућити приступ тим подацима.⁹⁶⁵ Ова обавеза за претходно поменути лица не престаје, ни после престанка статуса на основу ког су остварили приступ подацима.⁹⁶⁶

Питање банкарске тајне од значаја је за обе врсте секјуритизације, будући да се као актива у оба случаја користе потраживања банке према њеним клијентима. Стога настаје питање да ли банка може слободно располагати својим потраживањима, будући да постоји опасност од одавања података који су банкарска тајна приликом њиховог располагања.

У нашем праву је забрањен сам пренос банкарских потраживања,⁹⁶⁷ стога не постоје ни услови да се у пракси расправља да ли би овакав пренос за потребе секјуритизације дуговања био повреда банкарске тајне, а последично не може се створити судска пракса. Међутим, ради развоја финансијског тржишта и трећег стуба социјалног осигурања (приватног осигурања), неопходно је увести могућност преноса потраживања, будући да је у свим земљама, чак и са слабије развијеним финансијским тржиштем, овај вид ХОВ најзаступљенији.

Проблем повреде банкарске тајне јавља се како код билансне, тако и ванбилансне секјуритизације. Код билансне се јавља, пре свега проблем њеног очувања у односу на државу, будући да се надзорним органима морају периодично достављати изводи из регистра покрића, док се у односу на инвеститоре који су купили обвезнице, али у односу на стечајног управника, јавља тек по отварању стечајног поступка. Код ванбилансне секјуритизације, проблем банкарске тајне јавља се приликом преноса потраживања на ДСН и у случају стечаја овог друштва. Међутим, проблем се ипак неће јављати приликом емисије покривених обвезница или партиципативних обвезница, а у односу на инвеститоре и јавност, будући да се банкарском тајном не сматрају

⁹⁶⁵Закон о банкама, чл. 47, ст. 1.

⁹⁶⁶Закон о банкама, чл. 47, ст. 2.

⁹⁶⁷Тренутно постоје стриктни прописи који ограничавају уступање потраживања банке. ЗЗКФУ прописује да је потраживање према физичком лицу могуће уступити само другој банци (ЗЗКФУ, чл. 39.). Уступање потраживања према правним лицима, предузетницима и пољопривредницима такође је ограничено, а везано је само за случај смањења лоше активе, када је могуће уступити доспела потраживања уз обавештавање НБС и она која још нису доспела, али се сматрају проблематичним у смислу наплате (Одлука о управљању ризицима банке, чл. 42а.). Што се тиче преноса потраживања обезбеђених хипотеком он мора бити обављен у форми јавнобележничког записа, или јавнобележничке (солемнизоване) исправе, а пренос хипотеке није могућ без преноса основног потраживања (ЗХ, чл. 20. у вези са чл. 10.).

консолидовани подаци на основу којих се не открива идентитет појединачног клијента, као и подаци који се односе на уредност испуњавања обавеза клијента према банци.⁹⁶⁸

Банка у случају преноса потраживања код факторинга, може пренети право на коришћење пословне тајне на друго лице.⁹⁶⁹ Ово је могуће будући да је прибављање, коришћење, односно откривање пословне тајне другим лицима дозвољено и без сагласности држаоца, ако је откривање извршено у складу са законом, односно на начин који није у супротности са добрим пословним обичајима.⁹⁷⁰ Дакле, домаће законодавство допушта пренос података који представљају пословну тајну у поступку факторинга потраживања на ДСН. Међутим, као што је претходно речено, онемогућен је сам пренос банкарских потраживања.

У праву СРН, владајуће је мишљење да је дозвољено извршити пренос банкарских потраживања, али се повремено јављају другачија мишљења, да се повређује право на банкарску тајну. Тако је, нпр. Виши државни суд у Франкфурту на Мајни (нем. *Oberlandesgericht*) донео пресуду,⁹⁷¹ у којој наводи да је пренос банкарских потраживања, без дозволе дужника недозвољен због повреде банкарске тајне, а није дозвољен ни пренос акцесорних средстава обезбеђења. Ова пресуда је често критикована у теорији,⁹⁷² а супротна је преосталој судској пракси, будући да је владајуће мишљење да је овакав пренос могућ, а што потврђује и пракса издавања партиципативних обвезница. Савезни суд Немачке (нем. *Bundesgerichtshof*), као врховни суд, заузео је потпуно другачије становиште у својој пресуди⁹⁷³ пар година раније, у којој наводи, да пренос потраживања не повређује правила о банкарској тајни, као ни Савезни закон о заштити података.⁹⁷⁴ Међутим, код преноса потраживања мора

⁹⁶⁸Закон о банкама, чл. 46, ст. 3.

⁹⁶⁹Закон о заштити пословне тајне („Сл. гласник РС“, бр. 72/2011), чл. 7, ст. 1.

⁹⁷⁰Закон о заштити пословне тајне, чл. 7, ст. 2.

⁹⁷¹OLG Frankfurt am Mein, von 25.5.2004. Nr. 8 U 84/04, ZIP 2004, 1449. Доступно на : <https://www.ewir-online.de/heft-15-2004/ewir-2004-741-verstoss-gegen-bankgeheimnis-durch-abtretung-von-verbraucher-darlehensanspruechen-ohne-einwilligung-des/>, сајт посећен 20.07.2018. године.

⁹⁷²Види: Horst Hammen, „Bankgeheimnis und Abtretungsausschluss“, *Verbraucher Kredite, insbesondere für Immobilienanlagen Forderungsübertragungen, insbesondere im Lichte von Bankgeheimnis und Datenschutz*, Berlin, 2005, S. 113- 145; H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 111-113.

⁹⁷³BGH (*Bundesgerichtshof*) Ureteil von 27. 2. 2007 – XI ZR 195/05. Доступно на: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&Datum=Aktuell&nr=39007&linked=pm>, сајт посећен 20.07.2018. године.

⁹⁷⁴Слично: LG Ravensburg, Az.: 6 O 399/04, Urteil vom 20.01.2005, OLG Stuttgart, Az.: 9 U 34/05, Urteil vom 22.06.2005.

се водити рачуна да се испоштују прописи везани за заштиту података и банкарске тајне.⁹⁷⁵

⁹⁷⁵H. Schimansky, *et. all, op. cit.*, S. 1850.

V. ПЕТИ ДЕО

ПРАВНА ПРИРОДА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

У целости посматрано, емисиони посао је изузетно сложен због чега се не може утврдити његова правна природа, већ само правна природа појединачних односа који настају међу учесницима.⁹⁷⁶ Једини именованац за све типове емисионог посла је чињеница мешовите јавноправне и приватноправне природе. Емисиони посао је специфичан, будући да своје исходиште има у приватном интересу да се прибави капитал за пословање, али је од огромног друштвеног значаја, па држава готово све регулише когентним правним нормама и то сваки појединачни корак. Друштвени значај овог посла примећује се поготово у случају јавне понуде ХОВ, код које долази до сједињења привредних интереса емитента и најширег круга инвеститора, при чему могу бити укључене читаве друштвене заједнице. Стога, овај посао у себи прожима приватноправне и јавноправне односе и има мешовиту правну природу. Подела на јавно и приватно право потиче из *Digesta* и *Institutiones*-а, у којима је Улпијан изнео четири мерила за њихово разликовање и то интересе којима право служи, будући да јавно право служи јавним, а приватно појединачним интересима, према ствараоцима, при чему је јавно право створено од стране државе, за разлику од приватног, по предмету регулисања, јер јавно право уређује саму државу и односе у којима се држава налази, по обавезности, где се јавно право базира на когентним правним нормама, а приватно на аутономији воље.⁹⁷⁷ Ова подела има својих мањкавости, будући да у неким случајевима, због мешовите правне природе, није могуће наћи јасну границу,⁹⁷⁸ а један од њих је емисиони посао.

Због друштвеног значаја и могућности злоупотреба, већина норми које регулишу емисиони посао су когентне, уз постојање мноштва управних поступака које је потребно извршити у току емисије. Емитент и финансијски посредник у управном поступку прибављају *ISIN* број и *CFI* код, региструју одлуку о емисији, односно одлуку о повећању основног капитала, прибављају одобрење за објављивање проспекта, уписују ХОВ у централни депозит, региструју повећање основног капитала, пласирају

⁹⁷⁶Jens Ekkenga, Heyo Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Gießen, 2005, S. 22; S. Kümpel, *et. all, op. cit.*, S. 1933.

⁹⁷⁷Ivan Padjen, „Јавно и Приватно право: Transfer правних теорија“, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu*, br. 3-4/2007, str. 446.

⁹⁷⁸За више о недостатцима поделе на јавно и приватно право погледај: Владимир Водинелић, *Јавно и приватно право*, Београд, 1986.

ХОВ на регулисано или МТП тржиште, а све уз примену прописа о забрани манипулација на тржишту капитала. Емисиони посао је у основи приватно правног карактера, будући да је приватни интерес емитента да прикупи слободан капитал, а инвеститора да уложи свој новац и оствари профит, док финансијски посредник жели да наплати накнаду за своје услуге. Серијске ХОВ имају приватно правни карактер, будући да настају као једнострана изјава воље, којом се емитент обавезује да испуни обвезу из саме ХОВ.⁹⁷⁹ Стога, емисиони посао у себи прожима интересе учесника емисионог посла и огромног броја инвеститора.

5.1 ПРАВНА ПРИРОДА ПОЈЕДИНАЧНИХ ПРАВНИХ ОДНОСА У ОКВИРУ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Емисиони посао у себи прожима више правних односа. Постоји неколико могућих варијација емисионог посла, те правни односи између истих учесника могу имати различити карактер у свакој варијацији, а у неким случајевима поједини односи изостају или се појављују. Најзначајнији је однос емитента и финансијског посредника. Овај однос може се јавити у три варијације, будући да разликујемо агенцијску емисију, покровитељство и комисиону емисију.

Код агенцијске емисије, посредник се јавља у својству заступника емитента, због чега овај тип емисије добија име агенцијска емисија. Финансијски посредник саветује емитента и испитује тржиште за његов рачун, помаже при склапању проспекта и одлука везаних за емисију, заступа емитента у управним поступцима пред КХОВ, ЦРХОВ и организатором тржишта, а може и сам организовати продају ХОВ.

Код покровитељства, поред претходно набројаних обавеза финансијски посредник пружа гаранције за успех емисије, сам откупљује целу емисију или њен део. Ако финансијски посредник преузима целу емисију, ради се о чврстом преузимању, а у случају да преузима само преостале ХОВ након уписа, ради се о *stand by* покровитељству.

Гранични случај покровитељства и агенцијског посла је *best effort* покровитељство, код кога се финансијски посредник обавезује само да учини све што је у његовој моћи да би емисија успела.

⁹⁷⁹Види: ЗОО, чл. 234 и 237.

У случају ванбилансне секјуритизације врши се комисиона емисија, код које постоји додатни правни однос комисионе природе, између оригинатора и емитента, будући да ДСН као комисионар врши емисију за рачун оригинатора. Код билансне секјуритизације, однос између емитента и посредника изостаје, будући да се ради о сопственој емисији.

У поступку емисије могу се јавити лица која пружају обезбеђење за извршење дужничко- поверилачке обавезе емитента према инвеститорима. Ова лица не треба мешати са покровитељима, јер она не преузимају никакве гаранције везане за успех емисије. Они пружају различите врсте средстава обезбеђења, гарантујући инвеститорима да ће обавеза по основу дужничке ХОВ према њима бити извршена. На овај начин се повећава извесност да ће о доспелости ХОВ бити исплаћена. Стога треба разликовати однос емитента према лицима која дају обезбеђење и однос ових лица према инвеститорима. Што се тиче односа инвеститора према лицима која пружају обезбеђење, он се јавља у случају доцње емитента и базира се на пруженом обезбеђењу, а правна природа њиховог односа ће одговарати правној природи уговора којим је установљено обезбеђење, због чега неће бити посебно изнет у овом делу.

Код свих појавних облика емисионог посла, увек се јавља правни однос између емитента и инвеститора. Садржина овог односа зависи од врсте права које је интегрисано у самој ХОВ, те се може радити о дужничко поверилачком односу, о корпоративним правима или о праву опције.

У случају јавне понуде ХОВ, јавља се правни однос између емитента и лица које организује продају, односно пласман емитованих ХОВ. Овде разликујемо две ситуације, једну у случају када се врши пласман на регулисано и МТП тржиште и другу када се врши пласман на ОТЦ тржиште. У првом случају, ради се о сложеном правном односу, који има јавноправни и приватноправни карактер. Јавноправни карактер постоји, будући да је за уврштавање на регулисано или МТП тржиште потребно испунити прописане услове и проћи кроз управни поступак да би се уврстила ХОВ на овакво тржиште, а приватноправни карактер постоји, будући да се ради о посредовању. Када се врши пласман на ОТЦ тржиште, најчешће финансијски посредник преко своје разгранате мреже диспозитора врши пласман емитованих ХОВ и њихову комисиону продају. Наравно, и сам емитент може у овом случају вршити продају.

5.2 ПРАВНА ПРИРОДА ОДНОСА ЕМИТЕНТА И ФИНАНСИЈСКОГ ПОСРЕДНИКА

Правни односи, између емитента и финансијског посредника, јављају се у случају стране емисије. Код сопствене емисије, која се у пракси најчешће јавља у облику билансне секјуритизације, све радње у вези емисије обавља сам емитент, те нема учешћа финансијског посредника. Чак и када више банака заједно врши билансну секјуритизацију, постоји само једна сопствена емисија. Тада једна банка води регистар покрића, на основу којег се врши емисија, док остале врше факторинг својих потраживања и она улазе у регистар потраживања. Њима ће факторинг накнада бити исплаћена накнадно по извршеној продаји ХОВ, а ако исте не буду продате биће им дате емитоване ХОВ у компензацији и њих накнадно могу продати. Непродате ХОВ могу бити сразмерно дате у компензацију банкама које су продале своја потраживања, а нису добиле исплату купопродајне цене. Банка се овде јавља у улози емитента и финансијског посредника, а такође и залогодавца, јер исплату обвезница гарантује својим потраживањима. У овом послу се изузетно могу наћи трећа лица, уколико дају додатно средство обезбеђења за исплату обвезница. С друге стране, када се врши страна емисија, однос емитента и финансијског посредника од примарног је значаја за емисију, јер одређује врсту емисионог посла, где разликујемо агенцијску емисију, покровитељство и комисиону емисију. Однос ова два учесника, у сваком од претходно поменутих типова стране емисије, има своју правну природу, те их је потребно засебно обрадити.

5.2.1 Правна природа односа емитента и финансијског посредника код агенцијског уговора

Однос емитента и финансијског посредника у случају агенцијске емисије (нем. *Platzierungsgeschäft*, енг. *placement business*), по својој правној природи је уговор о налогу (мандату). Уговором о налогу, обавезује се налогопримац према налогодавцу да за његов рачун предузме одређене послове, а истовремено се налогопримац овлашћује на предузимање тих послова и добија право на накнаду за свој труд, осим ако је другачије уговорено или произилази из природе међусобног односа.⁹⁸⁰ Суштина уговора о налогу је да налогопримац треба да обави одређене правне и фактичке радње за рачун налогодавца.⁹⁸¹ Правне радње, које финансијски посредник испуњава, су

⁹⁸⁰ЗОО, чл. 749.

⁹⁸¹Слободан Перовић, Драгољуб Стојановић, *et. all*, Коментар закона о облигационим односима, књига друга, Крагујевац, 1980, стр. 548.

подношење захтева за одобравање проспекта, потом подношење захтева за упис ХОВ у ЦРХОВ и подношење захтева за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште и заступање емитента пред овим органима у поменутиим управним поступцима. Поред претходно поменутих обавеза, финансијски посредник може заступати емитента пред АПР-ом приликом регистрације одлуке о емисији ХОВ, односно повећању основног капитала и у поступку регистрације чињенице повећања основног капитала. Фактичке радње које финансијски посредник обавља су саветовање емитента, спровођење поступка утврђивања емисионе цене ХОВ која се емитује, вршење *due diligence*-а, састављање проспекта, а може вршити и дистрибуцију ХОВ путем ОЦ тржишта, најчешће преко мреже својих експозитура, када преузима улогу посредника. Уговор о посредовању по својој правној природи је уговор о налогу, те се не мења правна природа агенцијског уговора.

Уговор о налогу је *intuitu personae* правни однос, па налогопримац примљени налог мора извршити лично.⁹⁸² Налогопримац може поверити извршење налога другоме, само ако му је налогодавац то дозволио, или ако је на то принуђен околностима, а у овим случајевима он одговара само за избор заменика (лат. *culpa in eligendo*) и за упутства која му је налогодавац дао (лат. *culpa in instruendo*).⁹⁸³ Уколико налогодавац ипак повери обављање налога другом лицу без дозволе или принуде околности, тада ће налогопримац одговорати за рад тог лица.⁹⁸⁴

У материји емисионог посла, финансијски посредник због обимности посла и потребних стручних знања, вршење *due diligence*-а и састављање проспекта делимично поверава другим лицима. Специфичност је да налогопримац у овим случајевима најчешће неће одговорати за рад заменика.

Наиме, *due diligence* се врши како би се могао саставити проспект, а код састављања проспекта, поред налогопримца, проспект потписују и друга стручна лица која су учествовала у његовом састављању. За садржину проспекта одговарају сва лица која проспект потпишу, па одговорност налогопримца (финансијског посредника) у овом случају изостаје. Он би могао да одговара само за избор заменика и за дати налог, али не и за њихов рад, будући да је принуђен околностима да посао повери другим лицима.

⁹⁸²ЗОО, чл. 753, ст. 1.

⁹⁸³ЗОО, чл. 753, ст. 2 и 3.

⁹⁸⁴ЗОО, чл. 753, ст. 4.

Налогопримац је дужан да изврши налог према примљеним упутствима, са пажњом доброг стручњака, остајући у његовим границама, у свему пазећи на интересе налогодавца и њима се руководећи.⁹⁸⁵ Од добијеног налога и упутстава, налогопримац може одступати само са сагласношћу налогодавца, а када му због краткоће времена или из ког другог узрока није могуће тражити сагласност налогодавца, он може одступити од налога и упутстава, само ако је по процени свих околности могао основано сматрати да то захтевају интереси налогодавца.⁹⁸⁶ Најчешће емитент не располаже потребним знањем да би издао налог финансијском посреднику као налогопримцу и у тим околностима он је дужан да поступи као добар стручњак, руководећи се интересима налогодавца.⁹⁸⁷

Емитент је дужан да на захтев финансијског посредника преда извесну своту новца за предвиђене издатке⁹⁸⁸ и да накнади све трошкове, у случају да емисија без кривице финансијског посредника не успе, са каматом од дана када су они начињени.⁹⁸⁹ Такође, он мора налогопримцу надокнадити и штету коју је овај претрпео, без своје кривице у вршењу налога.⁹⁹⁰ Уколико није друкчије уговорено, налогодавац је дужан исплатити налогопримцу накнаду по обављеном послу, а уколико је налогопримац без своје кривице само делимично обавио налог има право на сразмерни део накнаде.⁹⁹¹ Наравно, финансијски посредник ће увек тежити да накнаду за свој рад у случају агенцијске емисије оствари без обзира на успех емисије.

5.2.2 Правна природа односа емитента и финансијског посредника код покровитељства

На правну природу односа емитента и финансијског посредника утиче тип покровитељства који се предузима, односно да ли се ради о чврстом преузимању (нем. *feste Übernahme*, енг. *firm underwriting, bought deal*), *stand by* покровитељству (енг. *back-stop underwriting*) или *best effort* покровитељству.⁹⁹² Правна природа покровитељства не може се јединствено утврдити, јер она зависи од преузетих обавеза учесника у емисионом послу, а будући да постоји мноштво обавеза, уговори су већином

⁹⁸⁵ЗОО, чл. 751, ст. 1.

⁹⁸⁶ЗОО, чл. 752, ст. 1.

⁹⁸⁷ЗОО, чл. 751, ст. 3.

⁹⁸⁸ЗОО, чл. 758.

⁹⁸⁹ЗОО, чл. 759, ст. 1.

⁹⁹⁰ЗОО, чл. 760.

⁹⁹¹ЗОО, чл. 762, ст. 1 и 2.

⁹⁹²M. Habersack, P. Mülbart, M. Schlitt, et. all., *Unternehmens-finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 365.

мешовитог карактера.⁹⁹³ У нашој правној теорији, питање правне природе овог односа није расправљано, те се мора указати на упоредно правне ставове.

У случају чврстог преузимања, у праву СРН, теорија о правној природи уговора о купопродаји, тренутно је владајуће мишљење.⁹⁹⁴ Међутим, ово питање је још увек спорно, будући да део теоретичара заступа схватање да се ради о уговору о зајму.⁹⁹⁵ Други део сматра да се ради о уговору *sui generis*, који има елементе уговора о купопродаји, уговора о кредиту, као и уговора о налогу.⁹⁹⁶ Трећа група сматра да је у питању правна природа уписног уговора.⁹⁹⁷ Уговор о преузимању у себи садржи обавезе које постоје код агенцијске емисије, те он свакако има и правну природу уговора о налогу. Специфичност покровитељства је склапање уговора о преузимању ХОВ са покровитељем, али је претерано рећи да овај уговор има правну природу уписног уговора, поготово што се код дужничких ХОВ по правилу не склапа уписни уговор. Такође, уписни уговор је мешовите правне природе и то јавноправне и приватноправне, а покровитељство је опште гледано ипак приватноправне природе. Тачно је да се јављају поједине обавезе које проистичу из јавног права, али оне не могу утицати на основну функцију овог уговора, а то је стицање ХОВ од стране посредника. Што се тиче схватања о уговору о кредиту као правној природи, оно се може сматрати тачним уколико у обзир узмемо економску сврху овог посла. Наиме, покровитељ исплаћује купопродајну цену за ХОВ, како би исте препродао по вишој цени и остварио зараду на диференцијалној разлици у цени. На овај начин он кредитира емитента и омогућава му да његова емисија успе. Стога уговор има у економском смислу кредитни карактер, али се правила уговора о кредиту не могу користити у случају спора, јер се ради о откупу, а не о давању одређеног новчаног износа уз камату. Проблем у овом схватању је у томе што покровитељ не мора увек да отуђи откупљену емисију, те сам уговор садржински нема битне елементе уговора о кредиту. Стога се ради о уговору о купопродаји уз одговарајући *modus aquirendi*, који се реализује путем просте предаје, цесије или индосамента, у зависности од врсте ХОВ која се прометује.

Код *stand by* покровитељства (енг. *back-stop transaction*), покровитељ купује само део емисије, уколико је подбацио упис, односно откуп емитованих ХОВ. Стога је правна природа овог типа покровитељства иста као у случају чврстог преузимања.

⁹⁹³S. Kümpel, *et. all, op. cit.*, S. 1934.

⁹⁹⁴H. Peter Schwintowski, *et. all, Bankrecht*, Berlin, 2017, S. 1263.

⁹⁹⁵*Ibidem.*

⁹⁹⁶*Ibidem.*

⁹⁹⁷*Ibidem.*

Разлика је у томе да се јављају и елементи уговора о *stand by* кредиту. Наравно, може се спорити, као и у случају чврстог преузимања, да ли се ради о овом типу кредита или о условљеном уговору о купопродаји. Због раније изнетих разлога, ипак ће се радити о условљеном уговору о купопродаји, те ће уговор имати мешовиту правну природу, уговора о купопродаји са условом, уговора о налогу, уз одговарајући *modus acquirendi* за ХОВ.

У случају *best effort* уговора о покровитељству, у немачкој правној теорији заузет је став да се ради о комисионом уговору,⁹⁹⁸ тачније комисионој продаји. Код овог типа покровитељства, цена се утврђује у поступку *bookbuilding*-а, те финансијски посредник скупља понуде како у погледу цене, тако и у погледу обима ХОВ које инвеститори желе да купе. Када се овај поступак оконча, покровитељ уписује продате ХОВ на своје име, али без плаћања. Покровитељ прима новац од инвеститора, те приликом сваке продаје депонује новац на посебан банкарски рачун, са кога се потом врши плаћање уписаних и продатих ХОВ емитенту. Дакле, покровитељ не уплаћује уписане ХОВ из својих средстава, те не постоји кредитни карактер оваквог покровитељства. Уколико погледамо правила везана за комисиону продају из ЗОО, видећемо да се обавезе и овлашћења из овог посла у потпуности поклапају са овим типом покровитељства,⁹⁹⁹ те можемо рећи да се ради о комисионој продаји у комбинацији са уговором о налогу, уз одговарајући *modus acquirendi* за ХОВ.

5.2.3 Правна природа односа емитента и финансијског посредника код комисионе емисије

Код ванбилансне секјуритизације, ради се о комисионом емисионом послу, у чијој основи се налази комисиони однос оригинатора и ДСН-а. ЗОО прописује да се уговором о комисиону, комисионар обавезује да за накнаду (провизију), у своје име и за рачун комитента, обави један или више послова које му поверава комитент.¹⁰⁰⁰ Комисионо заступање, као институт у континенталном правном систему, није регулисано, изузев у материји продајног комисиона. У немачком праву посебно се регулише финансијски комисиони посао (нем. *Finanzkommissionsgeschäft*), као откуп и продаја финансијских инструмената у сопствено име, а за туђи рачун,¹⁰⁰¹ што је опет врста продајног комисиона. У САД-у и земљама *common law* правног система,

⁹⁹⁸*Ibidem.*

⁹⁹⁹Види: ЗОО, чл. 771-785.

¹⁰⁰⁰ЗОО, чл. 771, ст. 1.

¹⁰⁰¹КВГ, Par. 1, Abs. 1, S. 2, Nr. 4.

ванбилансна секјуритизација такође се врши у сопствено име и за туђ рачун, али путем института труста који није у потпуности идентичан континенталном комисиону, будући да има и стварно правне елементе.¹⁰⁰²

У комисионом послу оригинатор (комитент) је налогодавац комисионару и за његов рачун се врши емисија. Оригинатор врши цесију потраживања ДСН-у као комисионару, у циљу обезбеђења активе која служи као основа за емисију партиципативних обвезница. Кључна фигура у овој врсти емисионог посла је оригинатор, али он није емитент, него је то ДСН. Оригинатор је готово увек финансијски посредник у емисији, а истовремено и сервисер који за рачун ДСН-а управља активом, будући да ДСН нема запослених. Разлика у односу на агенцијску емисију јавља се управо у томе што постоји комисиони однос оригинатора и ДСН-а, који стоји у средишту овог емисионог посла. У свему осталом се ради о агенцијском уговору, наравно и о истој правној природи уговора о налогу. Покровитељство у случају ове емисије није могуће, будући да у случају да се не продају све партиципативне обвезнице, њих ће стећи оригинатор, у компензацију за цедирана потраживања.

5.3 ПРАВНА ПРИРОДА ОДНОСА ЕМИТЕНТА И ИНВЕСТИТОРА

Правни однос емитента и инвеститора почиње са позивом емитента упућеног инвеститорима да дају своју понуду за откуп ХОВ, по условима које је прописао емитент. Емитент путем објављивања јавног позива, или путем давања приватне понуде за упис и куповину ХОВ, чини позив да се учини понуда (*invitatio ad offerendum*), осим у случају конверзије замењивих обвезница и вараната. Уколико би емитент чинио понуду, он би био у обавези да инвеститору преда ХОВ након попуњавања и предаје уписнице, односно давања налога за куповину. Међутим, одлука о томе да ли ће емисија бити реализована је на емитенту, али он не би требало да исказује самовољу. Емитент је приликом спровођења понуде ХОВ, ако је емисија пребукирана, обавезан да примењује услове прерасподеле ХОВ које је сам прописао. Он одговара по правилима предуговорне одговорности (лат. *culpa in contrahendo*). У

¹⁰⁰²Основна поставка оваквог комисионог посла је да комисионар (енг. *menager, trustee*) има власништво које је у суштини формално, док комитент (енг. *recipient, beneficiary*) има стварно власништво (енг. *equitable ownership*). Комитент може у сваком тренутку тражити да му се преда његово власништво и то на правом заснован начин заштићен судском заштитом, због чега труст има стварно правни карактер.

нашем праву постоји обавеза да се у оквиру проспекта одреде параметри за расподелу емитованих ХОВ.¹⁰⁰³

У праву СРН оваква обавеза не постоји, те емитент може слободно одлучити које понуде ће прихватити. Због вршења злоупотреба при расподели пребукираних емисија акција, Берзанска експертска комисија Савезног министарства финансија СРН донела је препоруку под именом „Принципи за расподелу емитованих акција приватним инвеститорима“,¹⁰⁰⁴ која би требало да обезбеди транспарентност при расподели у случају пребукираних емисија акција. На основу ове препоруке, емитент је дужан да изврши *ad hoc* информисање о начину прерасподеле у случају пребукираности емисије акција, те да се придржава одређених принципа прерасподеле. Ова обавеза постоји само у погледу прерасподеле код приватних инвеститора, али не и професионалних инвеститора.

Питање правне природе односа емитента и инвеститора може се посматрати и у светлу права и обавеза проистеклих из стицања емитоване ХОВ. Овде треба разликовати четири ситуације, у зависности од тога да ли се ради о дематеријализовним или материјализованим ХОВ, да ли су предмет уписа дужничке ХОВ или власничке ХОВ. У случају материјализованих ХОВ разлике постоје у случају ХОВ на доносиоца и ХОВ на име.

За стицање права својине, потребно је да се испуне услови везани за правни основ стицања (лат. *iustus titulus*) и начин преноса власништва (лат. *modus acquirendi*). Код дематеријализованих ХОВ *modus acquirendi* је упис на власнички рачун код централног депозитара и то без обзира да ли је законски прописано да се ради о ХОВ на доносиоца или на име. Основ стицања може бити уговор о купопродаји или трампи, при чему је уговор о купопродаји правило, а трампа изузетак, те се питање правне природе њиховог односа своди на неки од ова два уговора. Битно је истаћи да у случају првог преноса ХОВ поклон није могућ као правни основ преноса, будући да је добротин правни посао неспојив са емисијом ХОВ. Поклон није могућ чак ни у случају емисије ХОВ које се нуде запосленима, члановима управа и са њима повезаним лицима, већ се овим лицима могу поклањати искључиво сопствене акције, али никако акције нове емисије.

¹⁰⁰³Види: Правилника о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом, прилог 2.

¹⁰⁰⁴Види: GfZvAaP. Доступно на: <https://docplayer.org/3329150-Boersensachverstaendigenkommission-beim-bundesministerium-der-finanzen.html>, сајт посећен 27.01.2020. године.

У случају материјализованих ХОВ на доносиоца, пренос се врши путем предаје предметне ХОВ, а на основу правила о стицању својине на покретним стварима.¹⁰⁰⁵ Да би пренос имао правно дејство, потребно је да се изврши предаја државине као фактичке власти на ствари и то са намером да се преда својина на основу пуноважног уговора управљеног на пренос својине.¹⁰⁰⁶ Код материјализованих ХОВ *iustus titulus* се не види, будући да је он по правилу склопљен усменим путем, али он наравно постоји. Као и у претходном случају, правни основ за пренос може бити уговор о купопродаји или ретко уговор о трампи.

Код материјализованих ХОВ на име, права из ХОВ је везано не само за ХОВ, већ и за лице које је на самој ХОВ означено као ремитент. Будући да постоји мањи степен инкорпорисаности права из ХОВ у самој ХОВ, приликом преноса потребно је пренети не само право на ХОВ, већ и право из ХОВ, при чему се прво преноси право из ХОВ, а тек у вези са тим право на самој ХОВ.¹⁰⁰⁷ Потребно је стога, на самој ХОВ унети индосамент, односно клузулу да се право уступа (цедира), те предати саму ХОВ. Поред тога што је потребно испоштовати правила везана за индосамент или уговорно уступање потраживања (цесију) као *modus acquirendi*, поставља се питање који је правни основ за овакво уступање. Прави основ може бити купопродаја или трампа, али би се могло радити и о правом факторингу, будући да он јесте комбинација уговора о купопродаји и цесији.¹⁰⁰⁸

Разлике у правима и обавезама, и у правној природи њиховог односа, јављају се и с обзиром на то да ли се ради о дужничким ХОВ или власничким ХОВ. У случају када инвеститор стиче дужничке ХОВ, он стиче потраживање према емитенту и самим тим врши кредитирање емитента, те у економском смислу овај однос има елементе кредита. Међутим, сам уговор садржински нема елементе који су карактеристични за уговор о кредиту и ради се о уговору о купопродаји. Када се врши упис акција, долази до стицања чланских права у емитенту (различитих имовинских и управљачких права), те је њихов однос корпоративно правне природе. У случају вараната, долази до отуђења права опције, а у случају хибридних обвезница до купопродаје потраживања и права опције.

¹⁰⁰⁵Hanns Prütting, Gerhard Wegen, Gerd Weinreich, *et all*, *BGB Kommentar*, Neuwied, 2006, S. 1394.

¹⁰⁰⁶Обрен Станковић, Миодраг Орлић, *Стварно право*, Београд, 2001, стр. 67.

¹⁰⁰⁷И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 653.

¹⁰⁰⁸Ова теоријска концепција важи само за материјализоване ХОВ, будући да се код дематеријализованих ХОВ, не врши се цесија, будући да је *modus acquirendi* упис купљене ХОВ на власнички рачун купца.

VI. ШЕСТИ ДЕО

ПРАВА И ОБАВЕЗЕ УЧЕСНИКА ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Права и обавезе учесника емисионог посла не треба схвати на начин на који се то чини у случају класичног уговора, будући да се не ради о правима и обавезама једне и друге уговорне стране. Емисиони посао није појединачни уговорни однос, већ процес са приватноправним и јавноправним карактеристикама. Ради се о неопходним корацима које треба предузети да би дошло до емисије ХОВ и прикупљања новца на тржишту капитала. Стога, говоримо о обавезама у ситуацији када је одређену радњу нужно предузети, а о праву када се она може, али и не мора предузети. Обавезе могу теретити емитента, али и друге учеснике, пре свега финансијског посредника, док права стоје пре свега на располагању емитенту и инвеститорима. У раду је обрађена обавеза емитента да донесе одлуке од значај за емисију, обавеза утврђивања емисионе цене ХОВ коју формално емитент утврђује у оквиру своје одлуке, а фактички финансијски посредник, обавеза преузимања емитованих ХОВ у поступку покровитељства која терети покровитеља, обавеза вршења *due diligence*-а која терети емитента и финансијског посредника, као и стручна лица која учествују у састављању проспекта. Потом, настаје обавеза објављивања проспекта и обавеза објављивања јавног позива за упис, односно куповину ХОВ, које терете емитента и финансијског покровитеља, право инвеститора да упише или купи емитоване ХОВ, којем кореспондира обавеза емитента да понуди ХОВ на упис или купопродају. Након тога, настаје право и обавеза обезбеђења емисије ХОВ која терети емитента, с тим што, у случају билансне секјуритизације, емитент има обавезу да изврши обезбеђење, док се у свим другим случајевима ради о праву које емитент може користити, како би поправио квалитет ХОВ које емитује. Након што је емисија успела, настаје обавеза пласирања емитованих ХОВ на тржиште капитала, која терети емитента или финансијског посредника, које прати право вршења стабилизације курса емитоване ХОВ које стоји на располагању емитенту и покровитељу и на крају забрана вршења злоупотреба на тржишту капитала у материји емисионог посла, где се ради о обавези уздржавања од вршења злоупотреба која терети све учеснике емисионог посла.

6.1 ОБАВЕЗА ЕМИТЕНТА ДА ДОНЕСЕ ОДЛУКЕ ОД ЗНАЧАЈ ЗА ЕМИСИЈУ

На почетку емисије, емитент је у обавези да донесе иницијалну одлуку којом отпочиње емисиони поступак. Ова одлука мора бити усклађена са саветима које

финансијски посредник пружа, како би даљи поступак могао тећи на уговорени начин. Увек се доноси једна иницијална одлука, која у себи може садржати неколико различитих одлука. Постоје два основна типа иницијалне одлуке и то одлука о повећању основног капитала и одлука о емисији ХОВ, чији је саставни део може бити одлука о изгледу уписнице. Ова одлука је пратећа¹⁰⁰⁹ и доноси се када се први промет ХОВ врши уписним уговором, или у случају када се налог за куповину даје у облику уписнице.¹⁰¹⁰

Одлука о повећању основног капитала доноси се у случају емисије акција, а истовремено представља и одлуку о издавању акција.¹⁰¹¹ У поступку емисије акција, може се донети и одлука о одобравању акција, којом се, уколико то омогућава статут, одобрава повећање капитала, а за доношење одлуке о самом повећању овлашћују се органи управе АД. Одлуку о повећању основног капитала и о одобреним акцијама доноси скупштина АД, при чему ЗПД није предвидео посебну већину за доношење, те се примењује опште правило да се одлука доноси простом већином присутних чланова,¹⁰¹² при чему кворум за одлучивање износи више од половине свих гласова.¹⁰¹³ Ове одлуке може донети само АД, јер само оно може емитовати акције.

Постоје три различите варијације одлуке о повећању основног капитала и то одлука о повећању основног капитала новим улозима, одлука о условном повећању основног капитала и одлука о повећању основног капитала из нето имовине друштва. Све ове одлуке у себи садрже и одлуку о емисији акција. Ове три одлуке, разликују се по својој функцији и садржини и по томе што се код повећања основног капитала из нето имовине друштва не склапа уписни уговор и није потребно донети одлуку о изгледу уписнице, јер се повећање врши постојећим акционарима, у сразмери са њиховим уплаћеним, односно унетим улогом у основни капитал друштва, путем емисије нових акција или путем повећања номиналне вредности већ издатих акција.

Када говоримо о одлуци о условном повећању основног капитала, њен саставни део је и одлука о емисији замењивих обвезница или вараната, иако ЗПД то изричито не

¹⁰⁰⁹Одлука о изгледу уписнице се неће у оквиру овог поглавља детаљније образлагати, будући да је иста описана у оквиру поднасловa : Уписница и њена садржина.

¹⁰¹⁰Дужничке ХОВ се прометују уговором о купопродаји, чак и у ситуацији када купац предаје уписницу као понуду за склапање уговора. Ово из разлога што је уписни уговор, због свог статусног карактера резервисан само за прво прометовање акција.

¹⁰¹¹В. Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, стр. 99.

¹⁰¹²ЗПД, чл. 358, ст. 1.

¹⁰¹³ЗПД, чл. 351, ст. 1.

помиње. Наиме, логично је донети једну јединствену одлуку, будући да је одлука о емисији условљена садржином одлуке о условном повећању основног капитала. Код условног повећања основног капитала, примарно прометовање замењивих обвезница и вараната може се извршити путем склапања купопродајног уговора или путем подношења уписнице, а у другом случају се мора донети одлука о изгледу уписнице. Такође, мора се дефинисати образац изјаве о конверзији замењивих обвезница у акције и образац уписнице при конверзији вараната у акције. Могуће је да органи управе АД накнадно донесу одлуку о изгледу уписнице и изјаве о конверзији, будући да ЗПД не дефинише у чијој је надлежности доношење ових одлука, али је целисходније све уредити једном одлуком коју ће донети скупштина, будући да све одлуке чине јединствену целину. Образац уписнице мора се одредити и код условног повећања основног капитала, које се спроводи за потребе остваривање права запослених, директора и чланова надзорног одбора, друштва, односно са њим повезаног лица на куповину акција друштва. У случају условног повећања основног капитала, емисија акција зависи од воље лица која остварују право на упис акција, путем попуњавања уписнице.¹⁰¹⁴

Одлука о емисији доноси се у случају дужничких ХОВ. Емисија ових ХОВ може се вршити уз подношење обрасца уписнице или само на основу налога за куповину. Ако се подноси уписница, мора се донети одлука о изгледу уписнице. Изузетак постоји код дужничких ХОВ које издају РС и НБС, код којих се први промет ХОВ врши искључиво уз подношење налога за куповину.

У упоредном праву се доноси и одлука о општим условима емисије дужничких ХОВ (нем. *Anleihebedingungen*, енг. *indenture agreement*).¹⁰¹⁵ Општи услови се у случају материјализованих ХОВ исписују на полеђини ХОВ, а код дематеријализованих ХОВ морају се објавити. Што се тиче саме садржине општих услова разликујемо два дела, први који се односи на саму чинидбу из ХОВ и други који се односи на права и обавезе дужника и поверилаца.¹⁰¹⁶ У оквиру првог дела, наводе се номинални износ, висина, или начин утврђивања висине камате, доспелост, начин исплате камате и рокови, валута, обезбеђења, право конверзије, односно модалитет опције, право превремене

¹⁰¹⁴Види: ЗПД, чл. 303, ст. 3.

¹⁰¹⁵За више погледај поднаслов: Обвезнице.

¹⁰¹⁶За више о општим условима дужничких ХОВ погледај: К. Ј. Норт, С. Н. Сеibt, *et. all, op. cit.*, S. 43-60; SchVG, Par. 2.

отплате, право приоритета при наплати,¹⁰¹⁷ начин расподеле губитка.¹⁰¹⁸ Што се тиче права и обавеза, под овим се мисли на одређивање повереника, начин његове смене, начин функционисања скупштине поверилаца, начин измене општих услова пословања, права и обавезе у случају стечаја дужника, начин одлагања доспелости ХОВ, као и друга питања од значаја за заштиту интереса обе стране у уговору о купопродаји дужничких ХОВ.¹⁰¹⁹

6.1.1 Одлука о повећању основног капитала новим улозима

Одлука о повећању основног капитала новим улозима садржи износ и начин повећања основног капитала, праг успешности емисије, рокове за спровођење одлуке, емисиону цену, битне елементе акција које се издају, ознаку банке код које се врши уплата акција.¹⁰²⁰ Одлуком треба предвидети да ли се повећање врши по основу новчаног или неновчаног улога. Ако се основни капитал повећава неновчаним улозима, одлука садржи и одређење предмета или права које друштво стиче и процену његове вредности, име и друге податке о лицу које уноси неновчани улог, врсту, класу, број и номиналну, односно рачуноводствену вредност акција које се издају по том основу.¹⁰²¹ У случају јавног АД, процену вредности неновчаног улога врши искључиво за то од стране државе овлашћено лице, а процена не сме бити старија од годину дана.¹⁰²² Нејавно АД може, али не мора вршити процену од стране за то овлашћеног лица, а довољно је и да иста буде споразумно утврђена од стране свих акционара.¹⁰²³

Законски гледано, праг успешности представља однос између броја уписаних акција и броја акција чије је издавање утврђено одлуком.¹⁰²⁴ Практично, праг успешности представља минималан број ХОВ који мора бити пласиран, да би емисија била успешна. Дакле, ради се о раскидном услову који, уколико буде испуњен, доводи до тога да се емисија ХОВ не спроводи и одлука не производи дејство, а инвеститорима се враћа уложено. Уколико је емитенту од значаја минимални износ капитала, који се

¹⁰¹⁷Приоритет при исплати је од значаја у случају структурисане секјуритизације, будући да се на овај начин установљава тзв. ефекат водопада.

¹⁰¹⁸К. Ј. Норт, С. Н. Сејбт, *et. all, op. cit.*, S. 48-49.

¹⁰¹⁹За више: Par: 5-22, SchVG.

¹⁰²⁰ЗПД, чл. 296, ст. 1.

¹⁰²¹ЗПД, чл. 296, ст. 2.

¹⁰²²ЗПД, чл. 50, ст. 2; ЗПД, чл. 51, ст. 1-3.

¹⁰²³ЗПД, чл. 50, ст. 1; Правилника о садржини Регистра привредних субјеката и документацији потребној за регистрацију („Сл. гласник РС“, бр. 42/16), чл. 46, ст. 4; Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 10.

¹⁰²⁴ЗПД, чл. 296, ст. 2.

мора прикупити у току једне емисије, рецимо због финансирања одређеног пројекта, увек се одређује праг успешности емисије.

Одлука треба да садржи рокове у оквиру којих ће доћи до уписа и уплате ХОВ, место уписа, те начин на који ће бити извршен пласман ХОВ, као и начин реализације права пречег уписа акција. У случају емисије код које се не објављује проспект, одлука може садржати и одредбу о искључењу права пречег уписа акција,¹⁰²⁵ донету на писани предлог одбора директора, односно надзорног одбора, ако је управљање дводомно.¹⁰²⁶ У овом случају, одлука мора бити донета трочетвртинском већином гласова присутних акционара те класе акција, уз постојање кворума.¹⁰²⁷

Она садржи и информацију да ли се ради о емисији ХОВ нуђених јавном или приватном понудом,¹⁰²⁸ да ли се врши покровитељство, који ће се метод одређивања емисионе цене применити. Постоје три начина да се утврди емисиона цена и то фиксно утврђивање, поступак *bookbuilding*-а и аукцијско утврђивање, а који начин ће бити примењен мора бити одређено у одлуци. Дакле, емисиона цена мора бити одређена или одредива на основу одлуке. У случају да се примењује *bookbuilding* или аукцијска метода, одлука мора садржати овлашћење за органе управљања да својом одлуком могу утврдити коначну емисиону цену која може бити ограничена од скупштине задатим опсегом.¹⁰²⁹

Под битним елементима акције сматрају се врста и класа акција, да ли имају номиналну вредност, те уколико имају, колико она износи, као и права и ограничења која из акције проистичу. У одлуци о емисији акција путем јавне понуде, обавезно је навести банку код које се врши уплата акција, будући да се уплата врши обавезно у новцу, у кредитној институцији члану ЦРХОВ¹⁰³⁰ и то на наменски рачун, са кога се уплата на рачун емитента врши тек по окончању емисије, у поступку клиринга и салдирања. Иако закон искључиво не наводи да се уплата у случају нејавне понуде

¹⁰²⁵Овакву одлуку могу донети јавна и нејавна АД. У случају јавних АД, право пречег уписа, најчешће се искључује у случају повећања основног капитал неновчаним улогом.

¹⁰²⁶ЗПД, чл. 278, ст. 1.

¹⁰²⁷ЗПД, чл. 278, ст. 2.

¹⁰²⁸Уколико се ради о приватној понуди акција, коју спроводи јавно АД, тада се оне накнадно морају уврстити у трговање на одговарајуће тржиште, али је то законска обавеза, те ову околност није потребно констатовати у оквиру одлуке, али се то може учинити.

¹⁰²⁹Види: ЗПД, чл. 260, ст. 3.

¹⁰³⁰ЗТК, чл. 35, ст. 2.

мора вршити код кредитне институције, ова обавеза ипак постоји, будући да подзаконски акти то предвиђају, а опет у циљу вршења клиринга и салдирања.¹⁰³¹

6.1.2 Одлука о условном повећању основног капитала

ЗПД предвиђа да се условно повећање основног капитала спроводи само у три случаја и то у обиму потребном за остваривање права власника замењивих обвезница и вараната, те уколико то статут дозвољава за остваривање права запослених, директора и чланова надзорног одбора, друштва, односно са њим повезаног лица на куповину акција друштва.¹⁰³² Одлука о условном повећању основног капитала, поред намене повећања, садржи и износ повећања основног капитала, категорије лица која имају право на упис акција, услове и рокове за остваривање тог права, рок у коме се може спровести условно повећање основног капитала, цену по којој се стичу акције или метод по којој се она може одредити, битне елементе акција које се издају.¹⁰³³ Лица која имају право на упис акција су она поводом чијих права се и врши условно повећање основног капитала. Када говоримо о роковима, одлуком се дефинише крајњи рок доспелости замењивих обвезница, јер он не може бити дужи од рока за остваривање права на конверзију. Дефинише се и рок у коме имаоци вараната морају извршити упис акција, али и рок у коме запослени, директори и чланова надзорног одбора, односно са њим повезаног лица, могу уписати и уплатити акције стечене по овом основу. Када говоримо о цени по којој се акције стичу или метод њеног утврђивања, мисли се на цену по којој се врши конверзија замењивих обвезница у акције, односно цена по којој имаоци вараната могу уписати и уплатити акције, као и цена по којој ће запослени, директори и чланова надзорног одбора, односно са њима повезана лица моћи да упишу и уплате акције у задатом року. Поред претходно описаних елемената, одлука садржи и елементе одлуке о емисији замењивих обвезница и вараната, о изгледу уписнице и изјаве о конверзији замењивих обвезница у акције.

Износ условног повећања основног капитала у моменту доношења одлуке не може бити већи од 50% основног капитала друштва, осим у последњем случају, када не може бити већи од 3% основног капитала друштва.¹⁰³⁴ Закон наводи да је одлука ништавна, уколико није у складу са претходно поменутиим правилима.¹⁰³⁵ Међутим, ово

¹⁰³¹Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 9.

¹⁰³²ЗПД, чл. 301, ст. 1.

¹⁰³³ЗПД, чл. 302.

¹⁰³⁴ЗПД, чл. 301, ст. 2.

¹⁰³⁵ЗПД, чл. 301, ст. 3.

важи само за трећи случај повећања, као и у случају када се врши приватна понуда, док у случају јавне понуде ХОВ код које се објављује проспект, а која је успела, одлуку није могуће поништити¹⁰³⁶ због наглашеног јавноправног значаја овакве емисије.

6.1.3 Одлука о повећању основног капитала из нето имовине друштва

Што се тиче одлука о повећању основног капитала из нето имовине друштва, закон је прописао да она мора садржати укупан износ повећања основног капитала, износ и врсту резерви, односно износ нераспоређене добити која се претвара у основни капитал, назнаку да ли се издају нове акције или се постојећим акцијама повећава номинална вредност, односно рачуноводствена вредност код акција без номиналне вредности, битне елементе акција које се издају, ако се повећање врши издавањем нових акција, а не повећањем номиналне вредности већ издатих акција.¹⁰³⁷ Дакле, повећање је могуће извршити путем издавања нових акција или путем повећавања вредности номиналног износа акција и то како код акција са исказаном номиналном вредношћу, тако и код акција без исказане номиналне вредности акција.¹⁰³⁸ Повећање основног капитала из нето имовине се по правилу врши директно из нераспоређене добити. Уколико се ово повећање врши из средстава резерви опредељених за ту намену, претходно је неопходно да скупштина донесе одлуку о установљавању резерви за потребе повећања основног капитала из нето имовине друштва, те о прекњижавању остварене добити у ове резерве. Ова одлука може бити садржана и у оквиру одлуке о повећању основног капитала из нето имовине друштва.

Битно је истаћи да у случају одлуке о повећању основног капитала из нето имовине друштва, не постоји праг успешности емисије, јер се акције уписују на власничке рачуне старих акционара, без склапања уписног уговора, а на основу одлуке скупштине и списка акционара на дан доношења одлуке.¹⁰³⁹ Одлуком се прописује и сразмера у којој се врши додела нових акција. Рецимо, могуће је да се пропише да свака акција даје право на једну трећину нове акције. Тада се јавља проблем, шта радити у случајевима када остаје нераспоређен остатак добити појединим акционарима. Наиме, уколико би у овом случају једно лице имало једанаест акција, оно би остварило право на три нове акције, али се поставља питање на шта дају право преостале две акције, јер је само девет акција акционару остварило право на дивиденду. Дакле и ова ситуација се

¹⁰³⁶ЗПД, чл. 381, ст. 1, тач. 6.

¹⁰³⁷ЗПД, чл. 307, ст. 1.

¹⁰³⁸За више погледај поднаслов: Одлука о повећању основног капитала из нето имовине друштва.

¹⁰³⁹ЗПД, чл. 308.

мора решити у оквиру одлуке о повећању основног капитала. Најчешће се прописује да се остатак исплаћује у новцу, али се теоријски гледано може навести да се додељује сувласништво над акцијама, што је крајње непрактично. У оквиру одлуке, мора се одредити ко остварује право на остварени приход друштва, или на одредив начин утврдити да се ово право односи на све акционаре на доношења одлуке.¹⁰⁴⁰

6.1.4 Одлука о одобравању акција

Одобрене акције, односно капитал, одобравају се само у случају повећања основног капитала новим улозима и за остваривање права власника вараната и замењивих обвезница.¹⁰⁴¹ У упоредном праву, одобрене акције се издају само у случају повећања основног капитала новим улозима,¹⁰⁴² а за овај институт се користи израз одобрени капитал (нем. *Genehmigtes Kapital*, енг. *authorized capital*) који је свакако тачнији, јер одобрени капитал овлашћује управу друштва да може повећати износ основног капитала путем емисије нових акција, без учешћа скупштине.¹⁰⁴³

Одлуком о одобравању акција, утврђују се битни елементи акција које ће бити издате, број одобрених акција, с тим да овај број мора бити мањи од половине броја издатих обичних акција,¹⁰⁴⁴ а одлука може садржати овлашћење за директора, односно одбор директора у случају једнодомног друштва, или надзорни одбор у случају дводомног друштва да одобрене акције изда.¹⁰⁴⁵ Одлука може садржати и друге елементе, попут рока у коме треба издати одобрене акције. Што се тиче емисионе цене, она се не утврђује у оквиру одлуке о одобравању капитала, уколико ће одлуку о повећању основног капитала, односно о емисији, донети скупштина. Уколико то чини директор, односно одбор директора у случају једнодомног друштва, или надзорни одбор у случају дводомног друштва, тада одлука може садржати опсег емисионе цене

¹⁰⁴⁰Битно је истаћи да се повећање основног капитала из нето имовине друштва не може вршити при додели стимулације директорима, у случају једнодомног управљања друштвом, извршним директорима и члановима надзорног одбора, у случају дводомног управљања друштвом, (ЗПД, чл. 393; ЗПД, чл. 424; ЗПД, чл. 438.) будући да им се у ову сврху могу доделити искључиво сопствене акције друштва. ЗТК наводи да се при додели акција мора навести да се акције додељују из разлога стимулације, те одредити који је то број акција који им се понаособ додељује, а број акција који се додељује не сме бити одређен као учешће у расподели добити друштва. (ЗПД, чл. 393, ст. 3.) Дакле, закон посредно наводи да се у ову сврху могу користити само сопствене акције.

¹⁰⁴¹ЗТК, чл. 313, ст. 2.

¹⁰⁴²Види: AktG, Par. 202.

¹⁰⁴³Uwe Hüffer, *Aktiengesetz*, München, 2010, S. 1066.

¹⁰⁴⁴ЗПД, чл. 313, ст. 1.

¹⁰⁴⁵ЗПД, чл. 313, ст. 3.

акција,¹⁰⁴⁶ који у нашем праву мора бити у складу са когентним правним нормама које регулишу ову материју.¹⁰⁴⁷

Скупштина АД доноси одлуку о одобравању акција, док одлуку о повећању основног капитала може донети директор, односно одбор директора у случају једнодомног друштва, или надзорни одбор у случају дводомног друштва, уколико има овлашћење скупштине.¹⁰⁴⁸ Сврха одобравања капитала управо је у овлашћењу на основу кога се олакшава емисија акција, али одлуку о емисији одобрених акција, може донети и скупштина, што у нашем праву није целисходно.¹⁰⁴⁹ ЗПД није предвидео посебну већину за њено усвајање, као ни у случају одлуке о повећању основног капитала,¹⁰⁵⁰ те се примењује опште правило о простој већини. Уколико одлуку доноси овлашћени орган друштва, она се мора донети у року од пет година.¹⁰⁵¹ Овај рок може бити продужен, пре но што истекне претходни рок, али не на дужи период од пет година.¹⁰⁵² Међутим, ако одлуку доноси скупштина, тада овај рок не постоји.

Поред тога што ЗПД предвиђа да је одобрене акције могуће издати у циљу остваривања права власника замењивих обвезница и вараната, ова могућност је у пракси обесмишљена због лоше регулативе.¹⁰⁵³ Наиме, не предвиђа се могућност да одлуку о њиховој емисији могу донети органи управљања друштвом, већ се прописује да одлуку о емисији замењивих обвезница и вараната мора донети скупштина.¹⁰⁵⁴ Стога се обесмишљава сам концепт, јер скупштина прво мора донети одлуку о одобравању акција, а потом одлуку о емисији. Практично се добија исти поступак као у случају условног повећања основног капитала, када се прво доноси одлука о условном повећању основног капитала, а потом одлука о емисији замењивих обвезница или

¹⁰⁴⁶ЗПД, чл. 260, ст. 3.

¹⁰⁴⁷За више: ЗПД, чл. 259, 260 и 263. У упоредном праву по правилу једино ограничење, у погледу емисионе цене, јесте забрана емисије испод номиналне вредности акције.

¹⁰⁴⁸ЗПД, чл. 313, ст. 3.

¹⁰⁴⁹У праву СРН, у случају повећања основног капитала тражи се квалификована већина, због чега постоји резон да одлуку о повећању основног капитала, донесе скупштина. Наиме, одлуку о одобравању акција ће скупштина донети квалификованом већином, а каснију одлуку о повећању основног капитала, простом већином. Наравно целисходније је да то учини орган управе на основу овлашћења скупштине друштва.

¹⁰⁵⁰Овом одлуком се истовремено врши и емисија акција, будући да се при емисији акција по правилу доноси само одлука о повећању основног капитала.

¹⁰⁵¹ЗПД, чл. 313, ст. 4.

¹⁰⁵²ЗПД, чл. 313, ст. 4.

¹⁰⁵³Овој проблем детаљно је објашњен у оквиру поднаслово: Одлука о емисији ХОВ.

¹⁰⁵⁴ЗПД, чл. 262, ст. 6; ЗПД, чл. 263, ст. 2; ЗПД, чл. 313.

вараната.¹⁰⁵⁵ Дакле, не постиже се никакво олакшање при поступку емисије, што је основна идеја, већ се у оквиру два института предвиђа исти поступак.

6.1.5 Одлука о емисији ХОВ

Одлука о емисији ХОВ доноси се у случају дужничких ХОВ и вараната, будући да се у случају емисије акција доноси одлука о повећању основног капитала, која има уједно и својства одлуке о емисији акција. Ову одлуку могу донети емитенти приватног права и јавног права, а њихове одлуке садржински се разликују.

6.1.5.1 Одлука о емисији код приватноправних емитената

У случају емитената приватног права, одлуку о емисији код друштава капитала доноси скупштина,¹⁰⁵⁶ код друштава лица овлашћено лице,¹⁰⁵⁷ а у случају удружења то чини скупштина.¹⁰⁵⁸ Што се тиче потребне већине за доношење одлуке, ЗПД у случају друштава капитала не предвиђа квалификовану већину, те се примењује опште правило да се одлука доноси простом већином, уколико постоји кворум за одлучивање.¹⁰⁵⁹ Што се тиче садржине одлуке, ЗТК једино наводи да она мора садржати све битне елементе ХОВ која се издаје,¹⁰⁶⁰ док преостала питања нису јединствено законски регулисана, већ се у оквиру појединих чланова наводе питања која треба решити овом одлуком. Код дужничких ХОВ битни елементи су свакако номинална вредност, начин утврђивања камате или износ камате, да ли исте гласе на домаћу валуту или на девизе, доспелост, те евентуално право опције код хибридних обвезница. У случају вараната, мора се навести број акција које власник варанта може уписати, цена по којој он може уписати предметне акције, као и битне карактеристике акција које се могу уписати.

Предвиђено је да одлука мора садржати емисиону цену¹⁰⁶¹ која мора бити у складу са когентним прописима, а одлука може садржати праг успешности емисије који се одређује у случају емисије ХОВ нуђених јавном понудом, будући да је код приватне

¹⁰⁵⁵Одлука о емисији замењивих обвезница и вараната, може бити донета и у оквиру одлуке о условном повећању основног капитала, као јединствена одлука. Наравно, може се и накнадно донети.

¹⁰⁵⁶Види: ЗПД, чл. 200, ст. 1, тач. 5, ЗПД, чл. 329, ст. 1, тач. 2.

¹⁰⁵⁷Види: ЗПД, чл. 101 и 131.

¹⁰⁵⁸У случају удружења не постоје одредбе, које искључиво наводе да је скупштина надлежна, те се теоријски гледано статутом удружења, може одредити и други орган који би одлучивао о емисији. Међутим, скупштина усваја статут удружења, њен је највиши орган, те је у недостатку прописа који регулишу ову материју логично закључити да би управо скупштина требала да расправља о овом питању. Што се тиче већине за доношење ове одлуке, то може бити проста већина, или нека друга квалификована већина уколико то прописује статут. Види: Закон о удружењима, чл. 12.

¹⁰⁵⁹Види: ЗПД, чл. 208, 211, 351 и 358.

¹⁰⁶⁰ЗПД, чл. 248, ст. 3.

¹⁰⁶¹Види: ЗПД, чл. 262.

понуде пласман већ унапред обезбеђен. Уколико је одређен праг успешности, тада емитент након завршетка уписа и уплате ХОВ мора израдити и поднети КХОВ извештај о исходу јавне понуде,¹⁰⁶² како би обавестио КХОВ о томе да ли ће доћи до емисије и да ли одлука о емисији има дејство. Одлука мора садржати рокове у оквиру којих се мора спровести упис и уплата ХОВ, начин на који ће се извршити пласман ХОВ, односно место на коме ће се обављати упис и уплата ХОВ. Одлуком о емисији ХОВ може се одредити и образац уписнице, уколико се пласман врши уз подношење уписнице, али ову одлуку може накнадно донети и орган управљања, будући да закон не наводи да је за њено доношење надлежна скупштина.

6.1.5.2 Одлука о емисији код јавноправних емитената

С обзиром на то да ли се на њих примењује ЗТК, јавноправне емитенте можемо поделити на две групе. У прву групу можемо сврстати РС и НБС,¹⁰⁶³ на које се не примењује овај закон, а у другу групу све остале емитенте. У случају субјеката који су изузети од примене ЗТК, постоји подзаконска регулатива коју доносе ова лица и самостално регулишу издавање ХОВ. Значајно је указати на то да РС и НБС своје ХОВ пласирају путем купопродајног уговора и то успостављањем налога за куповину,¹⁰⁶⁴ док сви остали емитенти јавног права могу предвидети да се купопродаја склапа уз попуњавање обрасца уписнице. Што се тиче органа који доноси одлуку о емисији, у случају РС то је Влада РС, министар надлежан за послове финансија или лице које он овласти.¹⁰⁶⁵ У случају НБС одлуку доноси гувернер или лице које он овласти,¹⁰⁶⁶ а у случају преосталих емитената јавног права, овакву одлуку увек доноси орган који иначе одлучује о задуживању у оквиру емитента, а ако говоримо о општини или аутономној покрајини, то је скупштина.¹⁰⁶⁷

Садржина одлуке о емисији ХОВ које емитује РС није регулисана ни законом,¹⁰⁶⁸ ни подзаконским актима, а једино је регулисано ко доноси одлуку. Међутим, из подзаконског акта ипак је могуће закључити који су то елементи ове

¹⁰⁶²Види: ЗТК, чл. 36.

¹⁰⁶³ЗТК, чл. 5, ст. 1.

¹⁰⁶⁴Види: УЕРХПТ и ОУНСОТ.

¹⁰⁶⁵УЕРХПТ, чл. 2, ст. 1, тач. 1.

¹⁰⁶⁶ОУНСОТ, чл. 14, ст. 1.

¹⁰⁶⁷Види: Закон о локалној самоуправи („Сл. гласник РС“, бр. 129/2007, 83/2014 - др. закон, 101/2016 - др. закон и 47/2018), чл. 32, ст. 1, тач. 15. Још увек није донет Закон о финансирању АПВ, а Статут Аутономне покрајине Војводине („Сл. Лист АП Војводине“, бр. 20/2014), чл. 31, ст. 1, тач. 6, наводи да о буџету одлучује Скупштина АПВ, те стога можемо извести закључак да је доношење одлуке у надлежности овог органа.

¹⁰⁶⁸Види: Закон о јавном дугу и УЕРХПТ.

одлуке.¹⁰⁶⁹ Одлуком треба предвидети која врста ХОВ се емитује и њене битне елементе, попут номиналног износа, начина утврђивања каматне стопе, да ли је номинална вредност исказана у РСД или девизама, доспелост ХОВ, начин исплате камате и главнице. Затим, требало би утврдити и начин на који се врши продаја ХОВ, путем аукције или непосредном погодбом, те где се врши пласман, на ОТЦ тржиште или преко регулисаног тржишта.¹⁰⁷⁰

У случају НБС и њених ХОВ, ова одлука се назива одлуком о организовању аукције. Специфичност је да на овим аукцијама могу учествовати само банке, које испуњавају прописане услове.¹⁰⁷¹ Ова одлука садржи следеће основне податке: врсту операције, врсту трансакције,¹⁰⁷² врсту аукције,¹⁰⁷³ датум одржавања аукције, врсту ХОВ, каматну стопу, ако се организује аукција по фиксној каматној стопи датум куповине/датум продаје ХОВ, рок на који се закључује репо трансакција, односно датум реоткупа ХОВ ако се обављају репо трансакције, проценат умањења/увећања који се примењује на номиналну вредност ХОВ ако се обављају репо трансакције, најмањи износ на који понуда може да гласи, број понуда које се могу доставити ако се организује аукција по варијабилној каматној стопи, рок за достављање понуда.¹⁰⁷⁴ Ова одлука може да садржи и податке о највећем броју ХОВ које НБС продаје, односно купује, датуму издавања и датуму доспећа ХОВ, најнижој или највишој каматној стопи коју понуда може да садржи да би била примљена у обраду, највишем износу на који

¹⁰⁶⁹Види: УЕРХПТ.

¹⁰⁷⁰Погледај примере ових одлука: Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр.36/2017); Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр. 57/2012 и 18/2013); Одлука о емисији обвезница Републике Србије за измирење обавеза по основу девизне штедње грађана („Сл. гласник РС“, бр. 48/2002 и 56/2002); Одлука о емисији дугорочних државних хартија од вредности на иностраном финансијском тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 94/2012, 20/2019. Битно је истаћи да се ХОВ ових емитената не уврштавају на МТП тржиште, већ директно на најбољи сегмент регулисаног тржишта, или ОТЦ тржиште.

¹⁰⁷¹ОУНСООТ, чл. 9.

¹⁰⁷²Операције на отвореном тржишту се, у зависности од њихових циљева, динамике и начина спровођења, разврставају на: 1) главне операције, 2) операције дужих рочности, 3) операције финог подешавања. Исте се спроводе у циљу регулисања ликвидности банкарског сектора, утицаја на кретање краткорочних каматних стопа и спровођења монетарне политике. Операције се спроводе с банкама које испуњавају услове, на аукцијама, или непосредном погодбом, обављањем следећих врста трансакција: 1) репо трансакција, 2) трајних трансакција. Репо трансакција је куповина и продаја ХОВ у којој је продавац сагласан да исте прода купцу, уз истовремену обавезу да ће купљене ХОВ на тачно утврђени датум продати продавцу. Трајна трансакција јесте куповина и продаја ХОВ без обавезе њихове поновне продаје, односно куповине.

¹⁰⁷³За више погледај: ОУНСООТ, чл. 12-13.

¹⁰⁷⁴ОУНСООТ, чл. 14, ст. 1.

појединачна понуда може да гласи и друге податке значајне за обављање трансакција куповине или продаје ХОВ.¹⁰⁷⁵

Што се тиче аутономних покрајина, не постоје прописи који регулишу питање јавног задуживања,¹⁰⁷⁶ док у случају локалне самоуправе постоји ограничење да се пре доношења одлуке о задуживању мора прибавити мишљење надлежног министарства.¹⁰⁷⁷ Ово мишљење је министарство у обавези да пружи у року од 15 дана од дана подношења захтева, те уколико исто не буде израђено у овом року сматраће се да је мишљење дато,¹⁰⁷⁸ па се може приступити доношењу одлуке о емисији ХОВ. Међутим, уколико ово мишљење не би било прибављено, одлука о емисији ХОВ не би могла бити поништена од стране надлежног министарства, јер сама ова повреда није довољног интензитета, поготово што мишљење није обавезујуће.

Будући да у случају ових емитената није регулисана садржина одлуке о емисији, требало би сходно применити ЗТК који прописује битне елементе ХОВ. Дакле, мора се навести номинална вредност, начин утврђивања каматне стопе или износ каматне стопе, доспелост, начин исплате камате, односно да ли ће то бити са или без купона. Одлуком треба утврдити место уписа и уплате,¹⁰⁷⁹ где се врши пласман ХОВ, које у овом случају могу бити пласиране на сва три тржишта, а може бити одређен и праг успешности емисије. Ови емитенти могу саставити и образац уписнице.

Што се тиче организација обавезног социјалног осигурања, ови субјекти се могу задуживати само у случају капиталних инвестиционих расхода,¹⁰⁸⁰ а одлуку о задуживању доноси надлежни орган.¹⁰⁸¹ У случају ових емитената, није предвиђена садржина одлуке о емисији, те можемо применити претходно речено везано за садржину одлуке локалних самоуправа. У случају јавних предузећа, одлуку о емисији би доносио надзорни одбор, будући да је у његовој надлежности одлучивање о

¹⁰⁷⁵ОУНСОТ, чл. 14, ст. 2.

¹⁰⁷⁶Закон о финансирању АПВ још увек није донет.

¹⁰⁷⁷Закон о јавном дугу, чл. 33, ст. 1.

¹⁰⁷⁸Закон о јавном дугу, чл. 33, ст. 2 и 3.

¹⁰⁷⁹ЗТК, чл. 35.

¹⁰⁸⁰Закон о јавном дугу, чл. 39.

¹⁰⁸¹Закон о јавном дугу, чл. 39, ст. 5. У случају Фонда за пензиско и инвалидско осигурање, то је управни одбор (Види: Закон о пензијском и инвалидском осигурању („Сл. гласник РС“, бр. 34/2003, 64/2004 - одлука УСРС, 84/2004 - др. закон, 85/2005, 101/2005 - др. закон, 63/2006 - одлука УСРС, 5/2009, 107/2009, 101/2010, 93/2012, 62/2013, 108/2013, 75/2014, 142/2014, 73/201846/2019 - одлука УС и 86/2019), чл. 160.).

финансирању.¹⁰⁸² Наравно, ни у овом случају није предвиђена садржина одлуке о емисији, па би требало применити претходно речено.

6.2 ОБАВЕЗА УТВРЂИВАЊА ЕМИСИОНЕ ЦЕНЕ ХОВ

Емисиона цена (нем. *Emissionswert*, енг. *emission value*) је вредност по којој се врши емисија ХОВ и одређује се одлуком о емисији.¹⁰⁸³ Утврђивање емисионе цене фактичка је обавеза која терети како емитента, тако и финансијског посредника, будући да је утврђује емитент и то његова скупштина или органи управљања, при чему финансијски посредник има значајну улогу у њеном утврђивању. У оквиру одлуке она може бити утврђена на одређен или одредив начин, а изузетно финансијски посредник може бити овлашћен да исту утврди. Емисиона цена ХОВ може бити утврђена у фиксном износу, у *bookbuilding* или аукцијском поступку. У случају фиксног утврђивања емисионе цене, финансијски посредник врши анализу тржишта и предлаже емитенту цену по којој треба извршити емисију и иста се утврђује у одлуци о емисији ХОВ од стране скупштине. *Bookbuilding* метода примењује се у случају *best effort* покровитељства, при чему се емисија врши по јединственој емисионој цени коју на крају поступка одређује финансијски посредник.¹⁰⁸⁴ У случају аукцијске методе, емисиона цена ХОВ може бити утврђена у фиксном износу, али то није увек правило.

Утврђивање емисионе цене, најважнија је активност у оквиру сваке емисије ХОВ, будући да од ње зависи успех, али и максимализација користи за емитента. Уколико се не остваре ове две чињенице, емисија неће имати жељени економски ефекат за емитента, а финансијски посредник неће остварити провизију.

6.2.1 Утврђивање емисионе цене у праву Р. Србије

У нашем праву, емисиону цену може утврдити скупштина у оквиру одлуке о емисији, а она може бити тачно одређена или одредива, при чему се одлуком о емисији може утврдити распон у оквиру којег се цена мора утврдити.¹⁰⁸⁵ Одлуком скупштине је

¹⁰⁸²Види: Закон о јавним предузећима („Сл. гласник РС“, бр. 15/2016 и 88/2019), чл. 22.

¹⁰⁸³ЗПД, чл. 260, ст. 1; ЗПД, чл. 263, ст. 1. У случају акција одлука о емисији је саставни део одлуке о повећању основног капитала. Међутим, због упрошћавања терминологије, у овом делу рада ће се користити термин одлука о емисији, чак и у случају емисије акција.

¹⁰⁸⁴Овако утврђену цену, уколико на то није овлашћен покровитељ, може својом одлуком утврдити и емитент, тј. његови органи, али је она и у овом случају фактички одређена од стране покровитеља.

¹⁰⁸⁵Види: ЗПД, чл. 260, ст. 3; ЗПД, чл. 263, ст. 2. Емисиона цена се може утврдити од стране ових органа самостално, уколико су они овлашћени за доношење одлуке и ако не постоји ограничење у погледу опсега цене.

могуће овластити одбор директора, односно надзорни одбор,¹⁰⁸⁶ да посебном одлуком утврди емисиону цену. Закон не забрањује делегирање одлуке о одређивању емисионе цене трећем лицу, па се може заузети став да је дозвољено овластити финансијског посредника да исту утврди. Емисиону цену акција и замењивих обвезница ЗПД утврђује когентно,¹⁰⁸⁷ док у случају преосталих ХОВ не постоји регулација и емисиона цена се може утврдити без ограничења. ЗПД онемогућава *bookbuilding* и аукцијску методу утврђивања емисионе цене, код акција и замењивих обвезница.¹⁰⁸⁸ У упоредном праву когентна регулација емисионе цене постоји, али је она много блажа, те је омогућено вршење свих метода, будући да није дозвољено извршити једино емисију испод номиналне вредности акције (нем. *unter pari emission*).¹⁰⁸⁹ Што се тиче садржине проспекта и допуштености изостављања података о емисионој цени, постоји идентично решење из ЗТК.¹⁰⁹⁰

6.2.1.1 Утврђивање емисионе цена акција у праву Р. Србије

ЗПД предвиђа да емисиона цена акција не може бити нижа од номиналне, односно рачуноводствене вредности акција,¹⁰⁹¹ када не постоји фиксно утврђена номинална вредност.¹⁰⁹² Законодавац погрешно користи појам рачуноводствена вредност акција. Заправо се ради о обрачунској вредности акција без номинале, која се добија када се укупни основни капитал подели са бројем издатих акција.¹⁰⁹³ У наставку рада ће се користити појам рачуноводствена вредност акција, будући да га користи ЗПД, како се не би правила забуна.

¹⁰⁸⁶Надзорни одбор доноси одлуку уколико је управљање дводомо.

¹⁰⁸⁷Види: ЗПД, чл. 260; ЗПД, чл. 263, ст. 3.

¹⁰⁸⁸Ове две методе захтевају да се цена може слободно утврдити, без примене когентних норми. Једино ограничење, које би требало да постоји је, да цена акција не може бити нижа од номиналне вредности акције. Будући да код нас постоје когентне норме које ограничавају цену акција и замењивих обвезница, није могуће применити ове две методе при емисији ових ХОВ.

¹⁰⁸⁹Види: AktG, Par. 9.

¹⁰⁹⁰Види: ЗТК, чл. 21; VO (EU) 2017/1129, Art. 17 und 18.

¹⁰⁹¹Рачуноводствена вредност акције се добија, када се рачуноводствена вредност целог привредног друштва подели са укупним бројем акција. Ради се о економском критеријуму процене реалне вредности акције као ХОВ, којом се тргује на тржишту капитала. Ова вредност може бити и негативна, ако је губитак већи од вредности привредног друштва. Законодавац погрешно користи овај појам уместо обрачунске вредности акција. Овај појам је у упоредном праву уведен, како не би било потребе да се након докапитализације привредног друштва из нето имовине мењају већ издате акције, због промене њихове номиналне вредности.

¹⁰⁹²ЗПД, чл. 260, ст. 5.

¹⁰⁹³В. Марјански, С. Фишер Шобот, *op. cit.*, стр. 106.

Емисиона цена акција не може бити нижа и од тржишне цене.¹⁰⁹⁴ Код нејавних АД, тржишна цена акција утврђује се сходном применом правила о процени вредности неновчаног улога.¹⁰⁹⁵ У случају емисије која није јавна, последично код свих емисија које врши нејавно АД, емитент може дати попуст постојећим акционарима ради остваривања права пречег уписа акција, при чему тај попуст не може бити већи од десет посто,¹⁰⁹⁶ уз услов да цена не може бити нижа од номиналне вредности акције, односно од рачуноводствене вредности код акција без номинале.¹⁰⁹⁷

Тржишна вредност акција јавног АД утврђује се као пондерисана¹⁰⁹⁸ 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.¹⁰⁹⁹ Овако утврђена вредност важећа је три месеца од дана када је утврђена.¹¹⁰⁰ Изузетно, када је емисиону цену могуће утврдити на претходно описани начин, емисиона цена се ипак може одредити применом правила о утврђивању вредности неновчаног улога и проценом од стране овлашћеног лица, под условом да тако утврђену тржишну цену прихвати скупштина, на основу образложеног предлога одбора директора, односно надзорног одбора, ако је управљање друштвом дводомно, при чему се у предлогу мора навести тржишна вредност утврђена на основу претходно поменутог упросечавања пондерисане цене акција.¹¹⁰¹

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

¹⁰⁹⁴ЗПД, чл. 260, ст. 4.

¹⁰⁹⁵ЗПД, чл. 259, ст. 5, у вези са ЗПД, чл. 51.

¹⁰⁹⁶ЗПД, чл. 260, ст. 7, тач. 2.

¹⁰⁹⁷ЗПД погрешно користи појам рачуноводствене вредности, будући да би требао да се користи појам обрачунске вредности акција без номинале.

¹⁰⁹⁸Под појмом пондерације подразумева се када се нешто одмери, упросечи, а у овом случају се под пондерисаним ценама сматрају упросечене дневне цене остварене у трговању. Дакле код оваквог утврђивања цене, неће се тражити просек вредности свих реализованих налога трговања у току шест месеци, него ће се цена утврдити на тај начин, што ће се наћи аритметичка средина, свих вредности упросечених дневних цена трговања, за сваки дан у датом периоду. Дакле, упросечиће се већ упросечена цена трговања у предметном периоду.

¹⁰⁹⁹ЗТК, чл. 259, ст. 1.

¹¹⁰⁰ЗПД, чл. 259, ст. 4.

¹¹⁰¹ЗПД, чл. 259, ст. 2, у вези са ЗПД, чл. 51.

промета или се издају акције нове класе, тржишна вредност акција може се утврдити сходном применом правила о утврђивању вредности неновчаног улога и проценом од стране овлашћеног лица.¹¹⁰² Овако утврђена тржишна вредност, такође се може користити само у року од три месеца од дана процене.¹¹⁰³

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.¹¹⁰⁴

Дисконт емисионе цене у случају јавне понуде предвиђен је како би се омогућило покровитељство. Међутим, на овај начин се омогућава чврсто преузимање и *stand by* покровитељства са *put* опцијом, а онемогућава се вршење *bookbuilding*-а и *stand by* покровитељства са *call* опцијом.¹¹⁰⁵ *Bookbuilding* метод се по правилу примењује уз *best effort* покровитељство, код којег емитент нема обавезу откупа емисије. Такође, онемогућена је комбинација *best effort* покровитељства и аукцијске методе утврђивања 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. У преосталим случајевима аукцијска метода није могућа, јер не постоји могућност дисконта емисионе цене.

6.2.1.2 Утврђивање емисионе цене замењивих обвезница, вараната и других ХОВ у праву Р. Србије

Когентним правним нормама регулише се емисиона цена замењивих обвезница, док варанти и преостале дужничке ХОВ немају когентно утврђену емисиону цену. Емисиона цена замењивих обвезница не може бити мања од номиналне, односно рачуноводствене вредности акција без номинале, за које се могу заменити, као ни од

¹¹⁰²ЗПД, чл. 259, ст. 3, у вези са ЗПД, чл. 51.

¹¹⁰³ЗПД, чл. 259, ст. 3.

¹¹⁰⁴ЗПД, чл. 260, ст. 7.

¹¹⁰⁵*Stand by* покровитељства са *call* опцијом је онемогућено будући да закон наводи да се дисконт даје код јавне понуде са обавезом откупа, али не и са правом откупа. Види: ЗПД, чл. 260, ст. 7, тач. 1.

тржишне вредности акција за које се могу заменити.¹¹⁰⁶ Наравно, аналогно треба применити правила која важе за утврђивање цене одговарајућих акција за које се врши замена. Код замењивих обвезница емисиона цена се когентно регулише, будући да се конверзија у акције врши без накнадне исплате купопродајне цене и то само на основу изјаве о конверзији, лица које има право опције, на основу које се склапа уписни уговор. Како је когентно регулисана цена акција, на исти начин се регулише и цена замењивих обвезница, због чега је дисконт емисионе цене могућ само код чврстог преузимања и *stand by* покровитељства са *call* опцијом. Због тога ни у овом случају није могућа примена *bookbuilding-a* и аукцијске методе утврђивања емисионе цене. У упоредном праву је и у овом случају једино ограничење да емисија испод номиналне вредности акција, за које се врши замена, није могућа.¹¹⁰⁷

У случају емисионе вредности вараната и преосталих дужничких ХОВ постоји аутономија воље емитента, која ће зависити од тржишних услова, а не когентних норми. Код дужничких ХОВ, емисиона цена може зависити од начина исплате камате, односно да ли се ради о емисији са или без купона. Уколико се ради о емисији без купона, емисиона цена ће бити мања од њене номиналне вредности, сразмерно дужини периода кредитирања, будући да се примењује актуарски рачун. У случају емисије уз купон, камата се не преваљује на емисиону цену и иста одговара номиналној вредности ХОВ, јер емитент камату плаћа сваке године засебно од главнице.

6.2.2 Фиксно утврђивање емисионе цене

Фиксно утврђивање емисионе цене је класична метода утврђивања, при којој финансијски посредник, односно емитент, нуди акције, односно друге ХОВ по унапред одређеној цени. Ова метода је прва настала, а због своје једноставности до средине деведесетих година је била преовлађујућа у примени, изузев неколико држава које су примењивале аукцију као основну методу. У неким државама у развоју, попут Мексика, Парагваја, Јордана, Пакистана, али и у РС, ова метода је једина у примени, док је преовлађујућа метода у Индији и Јужноафричкој Републици.¹¹⁰⁸ У државама са развијеним тржиштем капитала, ова метода се користи при конверзији замењивих

¹¹⁰⁶ЗПД, чл. 263, ст. 3.

¹¹⁰⁷Види: AktG, Par. 9. Ова одредба се односи и на акције са унапред одређеном номиналном вредношћу, као и на акције без унапред одређене номиналне вредности, код којих је номинална вредност у ствари обрачунска вредност.

¹¹⁰⁸Више: Ravi Jagannathan, Andrei Jimnyi, Ann Sherman, „Why Don't Issuers Choose IPO Auctions? The Complexity of Indirect Mechanisms“, *NBER Working Paper*, No. 16214, July 2010.

обезница или вараната у акције и код емисија које су мање по обиму и врше се приватним инвеститорима, без учешћа институционалних инвеститора.¹¹⁰⁹

Карактеристично је да се фиксно утврђена цена мора дефинисати у оквиру одлуке о емисији и у проспекту. Данас ова метода више није уобичајена, јер банке желе да смање своје ризике, па емисиону цену утврђују обазривије, будући да примењују поступак *bookbuilding*-а.¹¹¹⁰ Наиме, у случају фиксне методе постоји опасност да емисија не успе уколико се одреди превелика цена, услед чега може доћи до одсуства интересовања, али и до обарања тржишне цене већ издатих ХОВ. Да би се овај проблем избегао, вођа конзорцијума и чланови конзорцијума успостављају контакт са важним инвеститорима како би утврдили атрактивност ХОВ, у циљу одређивања одмерене цене која ће најбоље задовољити однос добити из емисије и текућег курса акције, будући да тржиште редовно након објављивања фиксне емисионе цене долази у њено сагласје.¹¹¹¹ Емисиона цена не сме бити прениска, јер ће тржишна цена већ издатих ХОВ бити оборена, те је потребно наћи најбољи баланс који ће довести до успеха емисије, уз избегавање или минимално обарање тржишне цене ХОВ. Претходно речено највише се односи на акције, будући да оне имају највећу стопу волатилности, док је код осталих ХОВ степен волатилности ипак осетно мањи.

6.2.3 Могућност примене фиксно утврђене емисионе цене у праву Р. Србије

Наш законодавац преферише фиксни метод утврђивања цене у случају акција и замењивих обвезница, будући да је заузео став да емисиона цена не сме бити мања од тржишне. Због лоше регулације дисконта емисионе цене акција и замењивих обвезница, метод фиксне цене је једини могућ, док је примена преостале две методе онемогућена. У случају преосталих ХОВ, поред фиксне методе, законски је могуће применити друге две методе. Поред тога што дисконт емисионе цене није препрека, ипак недостају други услови да би се у пракси неометано могла применити аукцијска метода.¹¹¹²

¹¹⁰⁹Kay-Michael Schanz, *Börseneinführung*, München, 2012, S. 348.

¹¹¹⁰Achim Albrecht, Davud Karahan, Markus Lenenbach, *et. all.* *Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht*, Münster, 2010, S. 1405. Још један разлог за примену *bookbuilding*-а је и то што инвестиционе банке, у оквиру овог поступка, могу контролисати коме се врши пласман ХОВ и усмерити ХОВ одређеним инвеститорима.

¹¹¹¹К.-Michael Schanz, *op cit.*, S. 345.

¹¹¹²За више погледај поднаслов: Аукцијско утврђивање емисионе цене.

6.2.4 Утврђивање емисионе цене методом *bookbuilding-a*

Bookbuilding је најмлађа метода утврђивања емисионе цене, која популарност добија средином деведесетих година, да би већ 1999. године ова метода на светском нивоу била примењивана скоро у 80% иницијалних јавних понуда.¹¹¹³ Ова метода се готово увек примењује уз *best effort* покровитељство и она је најчешће примењивана метода утврђивања емисионе цене. Највећа иницијална јавна понуда на свету, када је *Alibaba Group Holding Limited* емитовао депозитне потврде на акције 2014. године на Њујоршкој берзи, извршена је управо овом методом.¹¹¹⁴ Ову методу је при иницијалној јавној понуди користио и *Facebook Inc.* 2012. године, као и *Twitter Inc.* 2013. године. Неке компаније су приликом емитовања својих акција комбиновале више метода,¹¹¹⁵ а то је учинио *Singapore Telecommunications Pte Ltd.*, у чијем случају је једна половина емисије пласирана на глобалном тржишту путем инвестиционе банке *Goldman Sachs* уз примену *bookbuilding* методе, док је друга половина емитована на домаћем тржишту по фиксној емисионој цени.¹¹¹⁶

Bookbuilding можемо дефинисати као метод утврђивања емисионе цене, код кога се куповни налози инвеститора, са израженом количином ХОВ чије се стицање жели и ценом која се нуди, воде у оквиру књиге наруџбина (нем. *Orderbuch*), на основу које се одређује јединствена емисиона цена, по којој ће ХОВ бити распоређене.¹¹¹⁷ Сама прерасподела врши се на основу бодовања, коме подлежу сви налози из књиге. Да би овај метод био спроводив, правни систем мора омогућавати емитенту да у оквиру своје одлуке о емисији може изоставити емисиону цену или одредити ценовни опсег, у оквиру кога се може извршити емисија, као и да у оквиру проспекта не буде наведена тачна емисиона цена, већ само метод њеног утврђивања. Поступак можемо поделити у

¹¹¹³Alexander P Ljungqvist, Tim Jenkinson, William J Wilhelm, „Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International IPOs ?“, *Centre for Economic Policy Research, working paper*, 2000, p. 1.

¹¹¹⁴Ова компанија није могла да изда акције у иницијалној јавној понуди, будући да је привредно друштво регистровано у Кини, стога је пласман на Њујоршкој берзи, вршен путем депозитних потврда. У оквиру *bookbuilding-a*, утврђена је емисиона цена у износу од 68 \$. За више: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111df1.htm# toc709_111_1, сајт посећен 21.07.2018. године.

¹¹¹⁵Могуће је применити више метода, чак и сва три метода заједно, али је потребно направити транше, односно емисију поделити на онолико делова, колико се метода примењује. Наравно регулаторни оквир државе у којој се емисија врши, мора омогућавати примену метода које се користе. Најчешће је то случај код међународних емисија, када државе у чијим системима се врши емисија не омогућавају примену исте методе утврђивања цене. На претходно описаном примеру, код домаће емисије у Сингапуру, примењивана је метода фиксне цене, као једина дозвољена, док су покровитељи у случају дела емисије чији је пласман вршен на тржишту САД, преферирали *bookbuilding* методу.

¹¹¹⁶Lawrence M. Benveniste, Walid Y. Busaba, „Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analzsis of Competing Strategies for Marketing IPOs“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4/1997, p. 383.

¹¹¹⁷M. Habersack, P. O. Mülberr, M. Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 130.

неколико фаза и то на почетну фазу (енг. *pre marketing phase*), фазу маркетинга (енг. *roadshow, marketing phase*), фазу узимања понуда (енг. *order taking phase*) и фазу прерасподеле.¹¹¹⁸

Bookbuilding се може вршити без фазе маркетинга или уз изузетно кратку фазу маркетинга. У овом случају се ради о скраћеном *bookbuilding*-у (енг. *accelerated bookbuilding*) код кога се комуникација успоставља само са одређеним инвеститорима, који своје понуде предају у оквиру најчешће свега неколико часова.¹¹¹⁹ Овај тип поступка је карактеристичан за понуду ХОВ учињену професионалним инвеститорима.¹¹²⁰ Постоји још један модификовани поступак, тзв. *decoupled bookbuilding* код кога се ценовни опсег не одређује на почетку поступка, већ на крају фазе маркетинга, уз ослушкивање понуда инвеститора, при чему фаза узимања понуда често изузетно кратко траје.¹¹²¹

Редовном поступку *bookbuilding*-а претходи утврђивање распона емисионе цене, који се наводи у оквиру одлуке о емисији и у проспекту. Као што је раније поменуто, уколико правни оквир то дозвољава, могуће је овај распон утврдити и касније, међутим тада се ради о *decoupled bookbuilding* поступку. Око осам недеља пре емисије, долази до презентације емитента пред аналитичарима банака из покровитељског конзорцијума, при чему се износе информације о моделу пословања, спектру услуга, о позицији на тржишту и конкурентности, стратешким циљевима, начину улагања прикупљеног капитала и уопште о планираном развоју емитента.¹¹²² Циљ ове припремне фазе је усвајање извештаја о квалитету ХОВ, која се нуди (енг. *equity-research-report*), са чијим састављањем креће почетна фаза (енг. *pre-marketing phase*) која отпочиње две до четири недеље пре планиране емисије и траје једну до две недеље.¹¹²³

У току почетне фазе, потребно је стећи слику о тржишним изгледима за емисију и за емитента, а она је све тачнија са порастом броја институционалних инвеститора

¹¹¹⁸Више: В. Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, стр. 256-263.

¹¹¹⁹Günter Henn, Jürgen Frodermann, Dirk Jannott, *et. all, Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg, 2009, S. 781.

¹¹²⁰Скраћени *bookbuilding* се врши пре свега професионалним инвеститорима, будући да у овом случају није неопходно проћи кроз поступак одобравања проспекта, те се потребан капитал може брзо скупити. Често се исти користи за емисије дужничких ХОВ у току ноћи, али се на овај начин могу прометовати и акције, како би се избегао велики ценовни утицај на берзанску цену. Често се примењује у комбинацији са *lock up* уговорима, да би се онемогућило да овако издате ХОВ буду одмах прометоване, те да последично већа понуда ХОВ на тржишту не би имала утицај на тржишну цену.

¹¹²¹Daniel Stopp, Lina Wimmer, Ann-Kathrin Legath, *Initial Public Offering*, Nordstedt, 2018, S. 40.

¹¹²²Konrad Bösl, *Praxis des Börsengangs – Ein Leitfaden für mittelstandische Unternehmen*, Wiesbaden, 2004, S. 167.

¹¹²³К. Bösl, *op. cit.*, S. 169.

који учествују у овој фази.¹¹²⁴ Она почиње са презентацијом извештаја о квалитету ХОВ, а неретко и са излагањем самог емитента, изабраним институционалним инвеститорима који треба да дају своју процену квалитета емитента, емисионе цене коју би евентуално понудили и планираног обима ХОВ који би уписали.¹¹²⁵ Добијене информације чине основу за утврђивање ценовног опсега у оквиру 10 до 20 % од добијених понуда, а који опсег, вођа конзорцијума у оквиру класичног *bookbuilding*-а обзнањује пре отпочињања маркетинг фазе, тзв. *roadshow*-а.¹¹²⁶

Потом следи маркетинг фаза *bookbuilding*-а, тзв. *roadshow*, у оквиру кога се емисија представља најширем аудиторијуму, како би се привукао што шири круг инвеститора и остварила извесност успеха емисије. Током ове фазе управа емитента врши непосредну презентацију институционалним инвеститорима ХОВ која се емитује, те пословне планове и политику, а могуће је спороводити и дигиталну презентацију одсутним интернационалним инвеститорима. Емитент се може рекламирати путем класичних медија или интернета. Успех емисије ће зависити од ове фазе и умешности емитента и покровитељског конзорцијума да препозна критеријуме по којима инвеститори доносе одлуку о упису ХОВ, те од умешности да се припреми одговарајућа презентација и одговори на питања инвеститора.¹¹²⁷

По окончању фазе маркетинга, почиње фаза узимања понуда, која траје неколико дана и у оквиру које инвеститори дају своје налоге за куповину ХОВ. Дати налози се бележе, а касније се рангирају, због чега и цео поступак добија име *bookbuilding*, јер се врши израда књиге поруџбине. Бележе се сви пристигли налози, како од институционалних инвеститора, тако и од индивидуалних инвеститора.

Након што се заврши поступак узимања понуда и истекне рок за предају понуда, приступа се фази прерасподеле у оквиру којег се рангирају приспели налози, те се одређује јединствена емисиона цена по којој ће емисија бити пласирана. Институционални инвеститори се од стране вође конзорцијума разврставају у класе квалитета, које се формирају на основу спремности истих да задрже купљене ХОВ, те да накнадно додатно увећају број ХОВ у поседу.¹¹²⁸ Волумен ХОВ који ће бити подељен индивидуалним инвеститорима одређује се на основу њихове

¹¹²⁴*Ibidem*, S. 170.

¹¹²⁵К. Bösl, *op. cit.*, S. 169.

¹¹²⁶К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 349.

¹¹²⁷К. Bösl, *op. cit.*, S. 173.

¹¹²⁸*Ibidem*, S. 176.

класификације.¹¹²⁹ Осим квалитета појединих инвеститора, од значаја је и цена која је понуђена, те се успешним налозима сматрају они чија је цена изнад највише цене по којој се може извршити пласирање целокупне емисије.¹¹³⁰ Дакле, ради се о систему који је сличан аукцијском методу, будући да се најскупљи налози реализују, с том разликом што се у обзир узима и квалитет инвеститора, који у суштини има предност над ценом, а што ће до изражаја доћи у ситуацијама када је емисија пребукирана. Начин сврставања у класе квалитета дефинише се у уговору емитента и покровитељског конзорцијума или путем инструкција емитента,¹¹³¹ те се при прерасподели поједине класе инвеститора могу искључити, или се с друге стране неке класе могу привилеговати, попут пословних партнера, запослених или са њима повезаних лица.¹¹³² Дакле, не мора се увек ићи на највишу оствариву цену, већ се она може одредити и на nižем нивоу у зависности од ових критеријума. Код расподеле ХОВ и квалификације инвеститора јавља се проблем, будући да емитент не познаје инвеститоре лично, те фактички не може да процени квалитет инвеститора и да их разврста у класе квалитета, стога се емитент мора уздати у искуство вође конзорцијума.¹¹³³ У поступку *bookbuilding*-а, књигу поруџбина води вођа конзорцијума, те он има пресудан утицај на формирање параметара за класификацију инвеститора и прерасподелу емисије. Наравно, и други учесници конзорцијума имају одређени утицај, који ће зависити од њихових међусобних односа. Конзорцијум практично утврђује ко испуњава критеријуме, осим у случају инвеститора обухваћених упутствима емитента, али су они готово увек мањина. Стога се може десити да при јако пребукираним емисијама, акције упишу, само од стране конзорцијума привилеговани инвеститори.¹¹³⁴

У праву СРН није обавезно да се у проспекту наведу правила о прерасподели пребукиране емисије, те емитент, односно покровитељ, може слободно одлучити коме ће продати емитоване ХОВ. Због злоупотреба у прерасподели пребукираних емисија акција и лоше информационе симетрије, усвојено је неколико препорука које би требао да ублаже проблем.¹¹³⁵ Наш правилник о садржини проспекта регулише да се у оквиру

¹¹²⁹*Ibidem*, S. 176.

¹¹³⁰К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 351.

¹¹³¹Jens Ekkenga, Heyo Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006, S. 336.

¹¹³²За више: J. Ekkenga, H. Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006, S. 336.

¹¹³³К. Bösl, *op. cit.*, S. 177.

¹¹³⁴*Ibidem*.

¹¹³⁵Берзанска експертска комисија, Савезног министарства финансија СРН, донела је препоруку под именом „Принципи за расподелу емитованих акција приватним инвеститорима“, Види: GfZvAaP. Доступно на: <https://docplayer.org/3329150-Boersensachverstaendigenkommission-beim-bundesministerium-der-finanzen.html>, сајт посећен 27.01.2020. године. У СРН препоруку под именом *Going-Public*

проспекта морају дефинисати правила прерасподеле ХОВ у поступку емисије, будући да се као ставка документа о ХОВ наводи и план дистрибуције и алокације ХОВ,¹¹³⁶ али то није раније био случај, те је ова информација могла остати скривена до окончања емисије, када би иста требала да буде објављена као инсајдерска информација.

Популарност *bookbuilding*-а на финансијском тржишту и код инвестиционих друштава, произилази из чињенице да конзорцијум има пресудан утицај на одабир инвеститора, а провизије које финансијски покровитељ може у овом поступку остварити су значајно више од других поступака.¹¹³⁷

Пример:

Како би боље објаснили методу *bookbuilding*-а, изнећемо један пример. Узмимо да инвеститор жели да изврши емисију 100.000 акција, при чему жели да досадашњи власници задрже што је могуће већу контролу над радом емитента, а желе и да спрече могућност непријатељског преузимања уз максимализацију инвестиције. Стога су у договору са вођом конзорцијума утврдили два критеријума бодовања и то утицај на будуће управљање и цену из налога. Одредили су да први критеријум учествује са највише 30% у бодовању, те 3 од 10 бодова остварују физичка лица који издају налог у вредности до 3% емисије, 2 бода институционални инвеститори, а 1 бод сви остали. Распон емисионе цене је утврђен од 58 еура до 65 еура по акцији. Инвеститори би добили по један бод за сваки еуро повећања цене из ценовног распона, а максимално 7 бодова. Јединствена емисиона цена утврђена је у износу од 61 еура, како би целокупна емисија била продата.

Grundsätzen, донео је и организатор берзанског тржишта *Deutsche Börse AG*. У оквиру *WpPG* не постоји обавеза да се констатује начин вршења прерасподеле ХОВ у току емисије. Овакву обавезу не познаје ни *VO (EU) 2017/1129*.

¹¹³⁶Види. Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом.

¹¹³⁷Управо ова два критеријума су у стручној литератури, често навођена као разлог за лошије спроведену аукцију акција *Google Inc.*, будући да покровитељи нису желели да установе праксу, да се као основни метод иницијалне јавне понуде користи холандска аукција хибридног типа.

Инвеститор ¹¹³⁸	Бод. за инвестиоре 30% учешће	Гражене акције	Цена из налога	Бод. за вредност понуде, 70% учешће	Укупно бодова	Тражене акције помножене бројем бодова	Удео у расподели	Број уписаних акција	Коефицијент исправке	Број акција након корекције
Физ.лице бр. 1	3	3.000	58	/	/	Неуспешан налог				
Физ.лице бр. 2	1	10.000	60	/	/	Неуспешан налог				
Правно лице бр.1	1	25.000	61	3	4	100.000	17,3%	17.300	26,74% (+615 акција)	17.915
Инв. фонд бр.1	2	30.000	62	4	6	180.000	31,15%	31.150	0,0% (-1150 акција)	30.000
Физ.лице бр. 3	1	20.000	61	3	4	80.000	13,84%	13.840	21,39% (+492 акција)	14.332
Правно лице бр.2	1	36.000	61	3	4	144.000	24,91%	24.910	38,50% (+885 акција)	25.795
Физ.лице бр.3	3	3.000	63	5	8	24.000	4,15%	4.150	0,0% (-1150 акција)	3.000
Правно лице бр.3	1	10.000	62	4	5	50.000	8,65%	8650	13,37% (+308 акција)	8.958
			Емис. цена - 61 еура			Укупно: 578.000	Укупно: 100%	Укупно: 100.000		Укупно: 100.000

Табела бр. 1

Како би се распоредиле акције, сваки инвеститор је бодован, а онда је укупна вредност бодова за сваког инвеститора помножена са бројем акција које је тражио сваки инвеститор. Потом су вредности упросечене, како би се нашла вредност учешћа сваке појединачне понуде. Ово је учињено на тај начин да су претходно поменуте вредности за сваког инвеститора сабране, а овај збир је после подељен са бројем који је добијен множењем бодова и траженог броја акција од стране сваког инвеститора, те је нађен степен учешћа понуде сваког инвеститора у овом збиру. У примеру из табеле, након бодовања се десило да су два инвеститора имала више уписаних акција него што су налогом тражили. Ово је последица тога што су исти имали много више бодова од осталих учесника, па је дошло до промене у уделу по којем ће се вршити распоређивање у корист ових инвеститора, али преко траженог броја акција. Стога је

¹¹³⁸Скраћеницом „Физ.лице“ означено је физичко лице као инвеститор, а са „Инв. Фонд“ се мисли на инвестициони фонд.

морало доћи до кориговања, односно вишак акција код ова два инвеститора подељен је осталим инвеститорима, сразмерно уделу у расподели.

6.2.5 Могућност примене *bookbuilding* методе при одређивању емисионе цене у праву Р. Србије

Што се тиче нашег правног система и могућности примене *bookbuilding*-а, можемо рећи да исти на жалост није могуће спровести. Наиме, ЗПД омогућава снижавање емисионе цене акција јавних АД испод тржишне цене (енг. *underpricing*) само у случају чврстог и *stand by* преузимања са *put* опцијом код јавне понуде, док то није могуће код осталих врста покровитељства.¹¹³⁹ Код *bookbuilding*-а се примењује *best effort* покровитељство, те не постоји обавеза покровитеља да откупи акције, већ их он само уписује, али без уплате. Акције ће бити уплаћене након што их покровитељ прода инвеститорима. Будући да покровитељ акције уписује испод тржишне цене и да се њихова даља комисиона продаја инвеститорима врши такође испод тржишне цене, овај метод је онемогућен, јер закон не пружа могућност дисконта.

Још један проблем због кога није могућ *bookbuilding* је тај што ЗПД забрањује прометовање акција које нису у целини уплаћене.¹¹⁴⁰ Као што је претходно објашњено, покровитељ у овом поступку мора вршити комисиону продају неуплаћених акција, што код нас није могуће.

Такође, постоји ограничење у вези са местом уписа и уплате ХОВ у случају јавне понуде, будући да се забрањује емитенту и понуђачу, односно покровитељу код *best effort* покровитељства да прима налоге и уплате,¹¹⁴¹ стога је покровитељу теже да саставити књигу поручбина. Под понуђачем се подразумева лице које је споља препознатљиво, као неко ко нуди ХОВ инвеститорима, односно по правилу вођа конзорцијума.¹¹⁴² Поред тога што се ради о забрани, која због мањег значаја не може довести до поништења јавне понуде, она је квалификована као прекршај.¹¹⁴³ Стога КХОВ може предузети неке од мера и санкција предвиђених за повреду поступка.¹¹⁴⁴

¹¹³⁹ЗТК, чл. 260, ст. 7, тач. 1.

¹¹⁴⁰ЗПД, чл. 252, ст. 3.

¹¹⁴¹ЗТК, чл. 35.

¹¹⁴²Владимир Марјански, „Лица одговорна за садржај проспекта“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр 4/2013, стр. 279.

¹¹⁴³ЗТК, чл. 290, ст. 1, тач. 4.

¹¹⁴⁴Мере и санкције које КХОВ може предузети су предвиђене у поглављу XIII и чл. 275, ЗТК.

Снижавање цене испод тржишне је неопходан услов за вршење поступка *bookbuilding*-а, будући да се минимални износ ценовног оквира увек утврђује у вредности нижој од тржишне цене ХОВ, а од самог интересовања инвеститора и успешности поступка зависиће износ емисионе цене који ће на крају бити утврђен. *Bookbuilding* није могућ ни при емисији замењивих обвезница, док је у случају осталих ХОВ могућ, будући да не постоје ограничења везана за емисиону цену, а ЗТК предвиђа могућност да се у перспективу утврди ценовни оквир или да се информација о емисионој цени изостави.¹¹⁴⁵ Овај поступак се у упоредном праву често примењује код емисије дугорочних дужничких ХОВ, а не само при емисији акција.

6.2.6 Аукцијско утврђивање емисионе цене

Аукцијска метода утврђивања емисионе цене у неким државама је коришћена и пре увођења *bookbuilding*-а, а овај метод је раније био класични метод обавезан у Израелу, Вијетнаму и Јапану, као и низу других држава, а био је популаран деведесетих година у Француској.¹¹⁴⁶ Основна идеја за избор овог метода је да емитент профитира од огромног притиска конкуренције инвестиционих банака, те да његове ХОВ постигну најбољу могућу цену.¹¹⁴⁷ Овај метод се може користити за све врсте ХОВ, с тим да се чешће користи за емисију дужничких ХОВ, а у већини држава овај метод је основни при емисији државних ХОВ. То је случај у САД-у, Европској централној банци, као и у РС. У случају емисије акција, он је ређе коришћен, будући да је могућност флукуације цене након емисије већа (енг. *after-market*), али и из разлога што се применом овог метода, као и у случају фиксног курса, отвара могућност за учешће најширег круга инвеститора, за разлику од *bookbuilding*-а код кога покровитељи, поред тога што остварују веће профите него при аукцијској емисији, имају могућност утицаја на структуру улагача. Код аукцијске методе пласман се не може усмерити одређеном кругу, пре свега професионалних инвеститора. Због претходно описаних недостатака, финансијски посредници покушавају да ограниче примену овог метода, како би одржали досадашњи ниво профита. У САД-у постоји само једна и то мања инвестициона фирма, *W.R. Hambrecht & Company*, која препоручује овај тип утврђивања цена, а у циљу борбе са јачом конкуренцијом.

¹¹⁴⁵Види: ЗТК, чл. 21.

¹¹⁴⁶Више: Ravi Jagannathan, Andrei Jimyi, Ann Sherman, „Why Don't Issuers Choose IPO Auctions? The Complexity of Indirect Mechanisms“, *NBER Working Paper*, No. 16214, July 2010, p. 6-7.

¹¹⁴⁷М. Habersack, P. O. Mülbert, M. Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 120.

Постоје четири основна типа аукција и то аукција уз повећање вредности (енглески тип), аукција уз смањење вредности (холандски тип), аукција закључена на основу прве понуде (енг. *first price sealed bid*), аукција закључена на основу друге најбоље понуде (енг. *Vickrey auction, second price sealed bid*).¹¹⁴⁸ Прва два типа се могу сврстати у тзв. динамичке аукције код којих су понуде јавне, док су друге две статичке, будући да се понуде предају у затвореним ковертама, односно други учесници не знају за њихов садржај.¹¹⁴⁹ Битно је истаћи да се аукцијска метода утврђивања цене може комбиновати са фиксном методом утврђивања цене, када се добија једна хибридна метода, а ово се редовно чини у случају холандског типа аукције. Овај тип аукције се у литератури назива недискриминаторна аукција (енг. *nondiscriminatory auction*). Још једна варијација ове методе разликује се с обзиром на број налога које један инвеститор може пружити у току аукције, те разликујемо две ситуације, да је број налога ограничен, најчешће на један једини или да не постоји ограничење. Ова подела обично прати поделу на статичке и динамичке аукције, при чему је правило да се у случају статичких аукција предаје само једна понуда, а код динамичких више понуда. У случају дужничких ХОВ, прави се разлика између каматног тендера (нем. *Zinstender*, тендера са промењивом каматном стопом) и тендера количине (нем. *Mengentender*, тендера са фиксном каматном стопом).¹¹⁵⁰ Поред претходно поменутих врста аукција, постоји још могућих варијација, па тако емитент може наметнути резервисану цену, када може одбити све понуде уколико су ниже од предметне цене, потом време за аукцију може бити ограничено, може се наплаћивати кауција за учешће у аукцији и сл.¹¹⁵¹

6.2.6.1 Енглески тип аукције

Енглески тип аукције¹¹⁵² карактеристичан је по томе што се у одлуци о емисији ХОВ одређује минимална цена ХОВ и она је почетна цена на аукцији. Овај поступак емисије није најпогоднији за емисију ХОВ нуђених јавном понудом, због постојања вишеструких емисионих цена. Сам поступак емисије спроводи се на тај начин што

¹¹⁴⁸Hans Caspar von der Crone, Matthias Nänni, Eric Sibbern, „Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs“, *Bankhaftungsrecht*, Bern, 2006, S. 149.

¹¹⁴⁹*Ibidem*.

¹¹⁵⁰За више: Deutsche Bundesbank-Eurosystem, *Geld und Geldpolitik*, Frankfurt am Mein, 2017, S. 178-179.

¹¹⁵¹Preston McAfee, John McMillan, „Auctions and Bidding“, *Journal of Economic Literature*, Vol XXV, June 1987, p.702.

¹¹⁵²У неким литерарним наводима, овај тип аукције се назива и америчка аукција, мада је уобичајени и опште прихваћени назив у случају ХОВ, енглеска аукција. Под америчком аукцијом подразумева се поступак у којем сваки учесник, мора приликом давања своје понуде, да депонује лицитирани износ. У случају ХОВ, износ се не депонује одмах, односно уплата ХОВ се не врши при лицитирању, већ по њеном окончању, те је правилнији назив енглеска аукција.

инвеститори, у оквиру рока за упис ХОВ, дају своје налоге у којима наводе цену и број ХОВ које желе да купе, при чему су дати налози доступни осталим инвеститорима. Будући да су налози јавно доступни, овај тип аукције спада у тзв. динамичке аукције.

Овај тип аукције сличан је *first price sealed bid* аукцији, будући да налози са највишим износима побеђују. Основна разлика између њих је да су у случају енглеске аукције понуђачи у могућности да се упознају са понудама својих конкурената, те уколико то желе могу накнадно да ревидирају свој налог издавањем новог, док у случају статичких аукција то није могуће.¹¹⁵³ Налози са највишим износима се у потпуности извршавају све док се не прода целокупна емисија, при чему се последњи налог у оквиру успешних налога извршава сразмерно броју преосталих ХОВ, након што се исте прерасподеле на остале налоге извршене у целости. Велики проблем овог типа аукције за инвеститоре је тзв. „проклетство победника”. Наиме, мањи инвеститори нису увек способни да процене реалну вредност емитента, те су склони да их повуче атмосфера и притисак конкуренције у аукцији, те да понуде нереалне износе за акције емитента, који у нормалним околностима не би могао такву цену да оствари. Управо због овог проблема, овај тип аукције се модификује те се нереални, најскупљи налози се не прихватају. Још једна карактеристика енглеског типа аукције је да се за емисиону цену проглашава цена из најнижег оствареног налога,¹¹⁵⁴ како би цена на тржишту имала могућност да након емисије расте. Наравно, у реалности не постоји једна јединствена емисиона цена, него сваки налог који је прихваћен има различиту цену и обим откупљених ХОВ. Управо је ово проблем због кога се енглески тип аукције ретко користи у случају акција емитованих путем јавне понуде, јер код инвеститора ствара неизвесност у погледу будуће зараде, уколико купе овакву ХОВ, која више кошта од објављене емисионе цене. Због тога се у случају акција нуђених јавном понудом користи холандски тип аукције, јер је праведнији и проблем „проклетства победника” не постоји, а цена ХОВ је у тренутку емисије у одређеном проценту потцењена у односу на ону која би се реално остварила, те су ХОВ атрактивније за улагаче.

¹¹⁵³P. McAfee, J. McMillan, *op. cit.*, p. 702.

¹¹⁵⁴Bernd Rudolph, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen, 2006, S. 304.

Пример:

Инвеститор ¹¹⁵⁵	Излицитирана цена	Тражене акције	Уписане акције	Плаћено по акцији
Физ.лице бр. 1	95 еура	3.000	Неуспео налог	
Физ.лице бр. 2	70 еура	10.000	10.000	70 еура
Правно лице бр.1	65 еура	25.000	25.000	65 еура
Инв. фонд бр.1	63 еура	30.000	30.000	63 еура
Физ.лице бр. 3	63 еура	20.000	20.000	63 еура
Правно лице бр.2	62 еура	36.000	15.000	62 еура
Физ.лице бр.3	61 еура	3.000	Неуспео налог	
Правно лице бр.3	59 еура	10.000	Неуспео налог	
	Емис. цена - 62 еура		Укупно: 100.000	

Табела бр. 2

У овом случају емисиона цена је одређена на нивоу од 62 еура, што значи да су сви налози преко овог износа извршени у целини и то по цени која је нуђена, осим налога са ценом од 95 еура као нереално високог. Последњи успешни налог од 62 еура извршен је делимично у висини преосталог броја акција након прерасподеле на остале успешне налоге.

6.2.6.2 Холандски тип аукције

Овај тип аукције примењује се при трговини цвећем у Краљевини Холандији и он је обратна варијанта од енглеске аукције, будући да се на почетку истиче висока иницијална цена која се потом смањује, док неко од инвеститора не прихвати тренутну цену.¹¹⁵⁶ Када говоримо о ХОВ, овај тип аукције је правило, будући да се остали типови аукција због својих мана ретко примењују. Међутим, ако упоредимо овај тип утврђивања емисионе цене са осталима, он се ретко користи, будући да инвестиционе банке преферишу *bookbuilding* поступак.¹¹⁵⁷ Најпознатији пример емисије акција уз примену ове методе је иницијална јавна понуда акција *Google Inc.*, одржане 2004. године, када су емитоване акције у укупној номиналној вредности од 8% основног

¹¹⁵⁵Скраћеницом „Физ.лице“ означено је физичко лице као инвеститор, а са „Инв. Фонд“ се мисли на инвестициони фонд.

¹¹⁵⁶Р. McAfee, J. McMillan, *op. cit.*, p. 702.

¹¹⁵⁷За више погледај поднаслов: Аукцијско утврђивање емисионе цене.

капитала.¹¹⁵⁸ У СРН је овај тип аукције примењиван у случају *Trius AG*, 2000. године.¹¹⁵⁹

Ради се о динамичком типу аукције, код ког су сви испостављени налози видљиви конкуренцији, те сваки од учесника може издати више налога како би ускладио своју понуду са тржишним кретањем. Када говоримо о аукцији ХОВ, принцип прерасподеле ХОВ је исти као и у случају енглеске аукције,¹¹⁶⁰ будући да се налози извршавају почевши од најскупљих, све док се целокупни обим емисије не распореди.¹¹⁶¹ Правило је да се овај вид аукције у случају ХОВ комбинује са методом фиксне цене, будући да се емисиона цена утврђује на основу најниже понуде из свих налога који учествују у прерасподели.¹¹⁶² Обично се последњи успешни налог не извршава у потпуности, него само у обиму који је потребан да би се продале преостале ХОВ, када се изврше сви остали налози. Управо цена из овог последњег налога је она по којој сви учесници аукције стичу ХОВ. Наравно, могуће је предвидети да се холандска метода примењује у чистом облику, те да постоји онолико цена колико је налога прихваћено, али тада изостају позитивни ефекти хибридне варијанте. Предност хибридног типа аукције управо је у томе да се елиминише „проклетство победника”, па инвеститори могу слободније да истичу налоге за куповину, а емисиона цена је реално утврђена и као таква оставља могућност да цена ХОВ у периоду након емисије расте. Код енглеског типа аукције, као емисиона цена фиктивно се узима најнижи успешни налог, а у реалности сви преостали налози изузев овог последњег успешног су извршени по већој цени, те су сви они аутоматски жртве „проклетства победника”, будући да су платили више од почетне цене ХОВ првог дана трговања. Управо због овог проблема код јавних понуда ХОВ, у пракси се увек користи хибридни холандски

¹¹⁵⁸Почетна цена ове аукције је била 135 \$, а процена је била да ће емисиона цена на крају аукције бити 108 \$. Међутим, ова цена није постигнута, већ је емисиона цена утврђена у износу од 85 \$. Након емисије вредност акција је на тржишту значајно скочила, те се емисија није сматрала у потпуности успешном, будући да је остварена мања цена од очекиване. Разлог зашто је постигнута ова цена, треба тражити у томе да је овај тип утврђивања емисионе цене у САД-у био неуобичајен и релативно нов, а покровитељи *Credit Suisse* и *Morgan Stanley* вероватно нису хтели да овај тип пласирања постане уобичајен, будући да би покровитељи били лишени пресудног утицаја на избор инвеститора и лишени издашних прихода. Стога је *Roadshow* лошије урађен, будући да су инвеститори саветовани да ће вероватно бити остварена цена од 85\$, што се и обистинило, будући да су кључни инвеститори овако саветовани. Више: <https://www.forbes.com/sites/jayritter/2014/08/07/googles-ipo-10-years-later/#1c2fb58c2e6c>, сајт посећен 25.07.2018. године.

¹¹⁵⁹В. Rudolph, *op. cit.*, S. 304.

¹¹⁶⁰Наравно разлика је у томе што се код енглеске аукције, цена у току аукције повећава, док се у случају холандске смањује. Наиме, у случају холандске аукције, почетна цена је виша од реалне, те се она у току аукције коригује на доле, а код енглеске аукције цена је нижа од реалне цене, па се она у току аукције коригује на горе. И у једном и у другом типу аукције успешни су само највиши налози.

¹¹⁶¹К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 353.

¹¹⁶²К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 353.

тип аукције, јер се емисија врши по цени која је нижа од тржишне, те оваква аукција изазива веће интересовање код инвеститора. Истовремено се оставља могућност да цена ХОВ у будућности расте, а волатилност овако емитоване ХОВ је много мања него у случају енглеске аукције. Међутим, применом ове методе ипак није искључена велика волатилност цене у периоду након емисије, те је из овог разлога у оквиру проспекта за емисију акција *Google Inc.*, 2004 године,¹¹⁶³ као један од ризика за инвеститоре наведена и могућност да цена акција након емисије рапидно падне.¹¹⁶⁴ Како би се цена ХОВ након аукције стабилизовала, могуће је применити мере стабилизације, будући да је емисиона цена код овог типа аукције фиксна (хибридна). У случају *Google Inc.*, примењена је *greenshoe* опција, али и договор о избегавању трговања (енг. *lock up agreements*), а интересантно је напоменути и то да су покровитељи имали могућност, али не и обавезу, да искористе опцију откупа дела емисије по фиксном курсу у року од 30 дана од дана објављивања проспекта.¹¹⁶⁵

Пример:

Инвеститор ¹¹⁶⁶	Излицитирана цена	Тражене акције	Уписане акције	Плаћено по акцији
Физ.лице бр. 1	72 еура	3.000	3.000	62 еура
Физ.лице бр. 2	70 еура	10.000	10.000	62 еура
Правно лице бр.1	65 еура	25.000	25.000	62 еура
Инв. фонд бр.1	63 еура	30.000	30.000	62 еура
Физ.лице бр. 3	63 еура	20.000	20.000	62 еура
Правно лице бр.2	62 еура	36.000	12.000	62 еура
Физ.лице бр.3	61 еура	3.000	Неуспео налог	
Правно лице бр.3	59 еура	10.000	Неуспео налог	
	Емис. цена - 62 еура		Укупно: 100.000	

Табела бр. 3

У овом примеру, коришћена је хибридна варијанта холандске аукције. Почетна лицитациона цена је одређена у износу од 85 еура, па је иста поступно падала у складу

¹¹⁶³Види: стр. 19.-20. проспекта емитента *Google Inc.* из 2004. године. Доступно на: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504143377/d424b4.htm>, сајт посећен 27.07.2018. године.

¹¹⁶⁴М. Habersack, Р. О. Mülbert, М. Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 131.

¹¹⁶⁵За више: стр. 117.-120. проспекта емитента *Google Inc.* из 2004. године. Доступно на: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504143377/d424b4.htm>, сајт посећен 27.07.2018. године.

¹¹⁶⁶Скраћеницом „Физ.лице“ означено је физичко лице као инвеститор, а са „Инв. Фонд“ се мисли на инвестициони фонд.

за захтевима купаца, све док није продата целокупна емисија. Последњи налог је издат по цени од 62 еура и он је делимично извршен. Цена из последњег налога је уједно и емисиона цена, коју плаћају сви успешни налози. У случају чисте холандске аукције код које нема комбиновања са фиксном ценом, сви инвеститори би плаћали цену коју су излицитирали, укључујући и најскупљи налог. И у овом случају постоји проклетство победника, с тим да се почетна цена одређује у нешто већем износу од тржишног, па се неће радити о нереалним налозима, те исти неће бити одстрањени. Свакако се супротно може регулисати правилима аукције. Стога се у овом случају може применити пример из енглеске аукције, с тим да сама аукција иде у обратном смеру, али ће коначни резултат бити исти.

6.2.6.3 Преостали типови аукције

Када говоримо о статичким аукцијама, треба указати на поделу на аукције закључене на основу прве понуде (енг. *first price sealed bid*) и аукције по цени друге најбоље понуде (енг. *Vickrey auction, second price sealed bid*). За статичке аукције, карактеристично је да се доставља само једна понуда која је затворена, те остали понуђачи не могу знати за њен садржај. Победник је понуђач који достави најбољу понуду, с тим да се у првом случају плаћа цена коју је победнички налог навео, а у другом случају¹¹⁶⁷ плаћа се цена из другог најбољег налога.¹¹⁶⁸ Иначе, *first price sealed bid* аукција се од енглеског типа аукције разликује једино по тајности налога,¹¹⁶⁹ а од модификованог типа енглеске аукције по томе што највиша цена побеђује и не отклања се победнички налог због проклетства победника. У случају *second price sealed bid* аукције ради се о статичком типу аукције, где постоји тајност налога који је сличан модификованом типу енглеске аукције, будући да због проклетства победника не побеђује највиши, него други највиши налог. Овај тип аукције у пракси користе филателисти. Статичке аукције се најчешће јављају у случају дужничких ХОВ, које

¹¹⁶⁷Овај тип аукције се назива још и *Vickrey* аукција, по професору Колумбија Универзитета *William Vickrey*–у, који је први академски дефинисао ову аукцијску методу, 1961. године. Иначе ова метода је и раније коришћена пре свега од стране филателиста, али није била академски обрађена и представљена, због чега већи теоријски значај добија тек тада, захваљујући овом професору. Она није до сада имала велики практични значај.

¹¹⁶⁸David Lucking-Reiley, „Vickrey Auctions in Practice: From Nineteenth-Century Philately to Twenty-First-Century E-Commerce“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 3/2000, p.184.

¹¹⁶⁹P. McAfee, J. McMillan, *op. cit.*, p. 702.

емитују јавно правни емитенти. То је случај и у нашем праву, будући да су аукције које организују НБС¹¹⁷⁰ и Управа за јавни трезор управо статичке.¹¹⁷¹

Код дужничких ХОВ, разликујемо још једну поделу и то на каматни тендер (нем. *Zinstender*, тендера са промењивом каматном стопом) и тендер количине (нем. *Mengetender*, тендера са фиксном каматном стопом). Карактеристика и једног и другог типа је да се прометовање ХОВ врши без обрасца уписнице, што важи и за ХОВ РС и НБС, те да се ради о статичким аукцијама.

Када говоримо о каматном тендеру, битно је истаћи да купци дају за остале учеснике затворене налоге у погледу количине ХОВ и висине камате коју су спремни да плате, а који ће налози бити успешни зависиће од тога да ли се емисија врши по јединственој емисионој каматној стопи (холандски тип аукције) или по индивидуално одређеној каматној стопи (енглески тип аукције).¹¹⁷² Учесници код овог типа аукције дају један налога за куповину, али се он обично може променити све док аукција траје. Систем Европске централне банке, чији чланови су све централне банке држава чланица ЕУ, примењује енглески тип аукције.¹¹⁷³ У нашем систему такође постоје емисије ХОВ са промењивом каматном стопом и то у случају НБС и РС, при чему се може применити холандски и енглески тип аукције, с тим да се у случају холандске може радити о хибридној аукцији са фиксном каматном стопом или о аукцији без хибридног карактера.¹¹⁷⁴ У случају енглеске аукције и холандске аукције без хибридног карактера, ХОВ се емитују по више различитих каматних стопа, те долазимо до тога да једна серија дужничких ХОВ нема јединствену каматну стопу.¹¹⁷⁵ Овај тип аукције је погодан само за пласман на ОТЦ тржишту, јер практично не постоји јединствена серија ХОВ, те се истима не може одредити пондерисана цена дневног трговања на берзи.

У току аукција НБС и РС, могу се издавати конкурентни налози и неконкурентни (тржишни) налози за трговање. Конкурентни налози су они код којих је констатована каматна стопа коју инвеститор нуди и они се не могу издавати у случају

¹¹⁷⁰Упутство за спровођење аукцијске куповине/продаје хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр. 46/2011 и 41/2013), чл. 3. Иако овај пропис не наводи искључиво да су налози тајни, тј. непознати за остале учеснике, то се може закључити на основу тога што се налози могу доставити путем електронске поште и телефаксом. Овај начин достављања није погодан за јавне аукције.

¹¹⁷¹УЕРХПТ, чл. 26, ст. 7.

¹¹⁷²Deutsche Bundesbank-Eurosystem, *op. cit.*, S. 204.

¹¹⁷³*Ibidem*.

¹¹⁷⁴Види: ОУНСОТ, чл. 14, ст. 2; УЕРХПТ, чл. 29 и 30.

¹¹⁷⁵Види: УЕРХПТ, чл. 30. Овај став говори о извршној стопи приноса и фиксној маргини, при чему се у случају фиксне маргине мисли на фиксни метод утврђивања цене, а у случају извршне стопе приноса о хибридној холандској аукцији.

аукција количине. Неконкурентни налози су они код којих инвеститор само наводи количину ХОВ које жели да купи, док се каматна стопа по којој се врши задужење не наводи, будући да се налог реализује по каматној стопи која се оствари на крају поступка, а ови налози се могу издавати у случају аукције количине и холандског типа аукције хибридног карактера. Уколико се емисија спроводи уз коришћење хибридног холандског типа аукције, тада је ХОВ могуће пласирати и на организовано тржиште,¹¹⁷⁶ будући да се све ХОВ емитују по једној јединственој емисионој цени.

Битно је напоменути да се у овом поступку утврђивања емисионе цене може јавити проблем веће потражње од понуде. Конкурентни налози могу се јавити код последњих неколико налога уколико сви имају исту понуђену каматну стопу, што се ретко дешава јер се понуде дају на две децимале. Овај проблем је већи у случају неконкурентних налога, јер тада сви ови налози имају исту вредност и то последњег у целисти или делимично извршеног конкурентног налога. Тада овај конкурентни налог, заједно са свим неконкурентним налозима, учествује у прерасподели преостале количине расположивих ХОВ. Ова прерасподела врши се на основу сразмерног учешћа тих понуда у укупној количини ХОВ, наведених у понудама по најнижој каматној стопи.¹¹⁷⁷

Уколико говоримо о тендеру количине, односно о емисији ХОВ РС и НБС по фиксној каматној стопи, тада сваки инвеститор, доставља само једну понуду, при чему се у истој наводи једино количина ХОВ коју инвеститор жели да купи, док се каматна стопа не наводи, јер је иста одређена од стране емитента.¹¹⁷⁸ Уколико је потражња за ХОВ, већа од броја понуђених ХОВ, тада се приступа расподели сразмерно учешћу сваке појединачне понуде, у укупној количини ХОВ наведеној у понудама.¹¹⁷⁹

¹¹⁷⁶ХОВ, РС и НБС се могу уврстити само на ОТП тржиште и на регулисано тржиште у оквиру *Prime listing* сегмента.

¹¹⁷⁷ОУНСОТ, чл. 19, ст. 3. Поменуто правило се односи на емисије које врши НБС. У случају дужничких ХОВ РС, поступак прерасподеле је сложенији, те се у случају конкурентних налога примењује прерасподела сразмерно учешћу вредности сваког појединачног испостављеног налога, у укупној вредности испостављених налога, са истом стопом приноса, а уколико су налози исти, примењује се правило, *prior tempore potior iure*, а код неконкурентних налога битно је њихово учешће у укупној потражњи. Наиме, уколико је оно мање од 20% тада се сви они реализују, а уколико је веће од 20%, тада се прерасподела врши сразмерно вредности сваког појединачног неконкурентног налога, у односу на укупну вредност свих неконкурентних налога. Због овог резервисаног износа, може доћи до смањења броја конкурентних налога који су успешни, јер се предметна резерва мора урачунати приликом одређивања каматне стопе емисије. За више: УЕРХПТ, чл. 30.

¹¹⁷⁸ОУНСОТ, чл. 16, ст. 1; УЕРХПТ, чл. 29, ст. 2 и 3.

¹¹⁷⁹ОУНСОТ, чл. 16, ст. 3.

Претходно поменуте поделе треба схватити условно, јер се у оквиру правила аукције могу међусобно комбиновати типови аукција, па рецимо енглески или холандски тип аукције може бити извршен уз примену тајних налога, када долази до комбиновања са статичким типом аукције.

6.2.7 Могућност примене аукцијске методе при одређивању емисионе цене у праву Р. Србије

Када говоримо о нашем позитивном праву, треба истаћи да аукцијски метод код акција није могуће спровести у случају *best effort* покровитељства, јер закон когентно искључује дисконт емисионе цене у овом случају. Овај поступак није могуће спровести ни у случају замењивих обвезница, будући да је њихова цена везана за цену акција на које дају право. Могуће је да покровитељ изврши чврсто преузимање па да потом врши пласман аукцијском методом. Међутим, у ЗТК постоје правила о месту уписа и уплате која забрањују да се исти врше код финансијског посредника, те је отежана примена аукцијске методе. У упоредном праву је то могуће, јер је једино ограничење у погледу цене акција номинална, односно обрачунска вредност акција без номинале.¹¹⁸⁰ Што се тиче осталих ХОВ, законски је овај метод је могућ, али тренутно не постоји електронска платформа преко које би се овај метод утврђивања цене могао спровести, јер правила јединог организатора регулисаног тржишта и МТП, Београдске берзе то не предвиђају, а ни подзаконски акти у вези са уписом и уплатом ХОВ преко регулисаног и МТП тржишта, а које треба да донесе КХОВ.¹¹⁸¹ У нашем праву, тренутно је путем аукцијске методе могуће утврдити емисиону цену једино у случају ХОВ које издају РС и НБС.¹¹⁸²

Поред наведеног, у ЗТК постоји ограничење у вези са местом уписа и уплате ХОВ које ограничава аукцијску методу, будући да се забрањује емитенту и понуђачу, односно финансијском посреднику да прима налоге и уплате, а што је претпоставка за вођење аукцијског поступка.¹¹⁸³ Ради се о забрани која не може изазвати поништавање

¹¹⁸⁰ЗПД за појам обрачунске вредности акција без номинале користи појам рачуноводствена вредност, што је погрешно.

¹¹⁸¹Предметне подзаконске акте КХОВ треба да донесе у складу са ЗТК, чл. 35, ст. 4. Уобичајено место уписа и уплате у случају јавне понуде је пословна јединица финансијског посредника са којим емитент има склопљен уговор, осим уколико он није истовремено и понуђач. Међутим, у овом случају упис и уплата морају тећи преко електронске платформе организатора, због чега је и предвиђено да се донесе предметна подзаконска регулатива.

¹¹⁸²Види: УЕРХПТ и ОУНСООТ.

¹¹⁸³ЗТК, чл. 35.

јавне понуде, али је квалификована као прекршај,¹¹⁸⁴ а КХОВ може додатно извршити и новчано кажњавање.¹¹⁸⁵

6.2.8 Право пречег стицања емитованих ХОВ и утврђивање емисионе цене ХОВ

Фиксно утврђивање емисионе цене се у упоредном праву везивало за остваривање права пречег уписа акција, будући да је цена по којој су стари акционари стицали акције била унапред фиксирана, међутим то тренутно није случај у упоредном праву. Код нас се ово питање не поставља, пошто је у нашем праву могућа искључиво примена фиксне методе при утврђивању цене акција и замењивих обвезница. У праву СРН, првобитно је постојала једино могућност да се право пречег уписа (нем. *Bezugrecht*) оствари по унапред утврђеном фиксном курсу. Међутим, како би се олакшала примена *bookbuilding* методе, која је од средине деведесетих година постала преовлађујућа, 2002. године се регулатива мења. Тада је уведена могућност да се ово право оствари по емисионој цени утврђеној у оквиру *bookbuilding* поступка, што је било велико олакшање за финансијске посреднике.¹¹⁸⁶ Будући да код приоритетног уписа акција, остали инвеститори имају могућност уписа тек након истека рока за приоритетни упис, покровитељи имају повећани ризик да ће се у оквиру овог рока тржишни курс предметне акције смањити, и да ће се акције на тржишту продавати испод емисионе цене.¹¹⁸⁷ Да би се овај ризик избегао, емисиона цена се обично одређује у износу од 15 до 20 посто мањем од тржишне цене.¹¹⁸⁸ Како би се предупредио овај проблем, новим законским решењем у СРН утврђено је да се у оквиру поступка *bookbuilding*-а, о цени приоритетног уписа акција, прво обавештавају стари акционари, који имају рок од две недеље за упис, док се јавност о истој обавештава тек три дана од дана завршетка приоритетног уписа.¹¹⁸⁹

¹¹⁸⁴ЗТК, чл. 290, ст. 1, тач. 4.

¹¹⁸⁵Мере и санкције које КХОВ може предузети су предвиђене у поглављу XIII и чл. 275, ЗТК. Поставља се питање да ли би КХОВ могла изрећи новчану казну уз прекршајну, будући да у пеналном праву није могуће два пута применити казну на исти чињенични догађај, али свакако емитент и покровитељ имају проблем који ограничава аукцијску методу.

¹¹⁸⁶Предметне године се доноси *Transparenz- und Publizitätsgesetz*, којим се мења неколико закона, који су имали за циљ, да се реформише право привредних друштва. Овим законом је између осталог измењен и *AktG*, Par. 186, Abs. 2, те је новим решењем предвиђено, да управа друштва, мора обзнанити емисиону цену, по којој ће стари акционари моћи да изврше упис, или начин на који ће она бити утврђена. Управо овај други део формулације, омогућио је да се њихово право, може остварити по основу емисионе цене утврђене у оквиру *bookbuilding* поступка.

¹¹⁸⁷К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 346.

¹¹⁸⁸*Ibidem*, S. 347.

¹¹⁸⁹*AktG*, Par. 186, Abs. 1 und Abs. 2, S. 2.

У случају утврђивања емисионе цене у оквиру аукцијског поступка, поставља се питање по којој цени стари акционари могу остварити своје право на приоритетан упис акција. Зависно од типа аукције који је примењен, може се јавити вишеструка и јединствена емисиона цена. Наиме, код свих врста аукције, изузев холандске аукције хибридног типа, цена није јединствена. Дакле, свако ће платити цену коју је излцитирао, наравно ако је његов налог прихваћен, па се, или мора искључити право приоритетног уписа, или се лицима која врше овакав упис мора одредити цена у фиксном износу. Поменути холандски тип аукције у пракси је правило, када говоримо о акцијама, а у оквиру овог типа аукције, све ХОВ се емитују по јединственој емисионој цени, те је могуће да се приоритетни упис изврши по овој цени. Када говоримо о року за упис приоритних акција, он би и у овом случају претходио аукцији, с тим да би цена по којој се упис врши морала бити одређена у оквиру аукције.

6.3 ОБАВЕЗА ПРЕУЗИМАЊА ЕМИТОВАНИХ ХОВ У ПОСТУПКУ ПОКРОВИТЕЉСТВА

Покровитељ је лице које купује ХОВ од емитента, односно нуди и продаје ХОВ за емитента, у циљу њихове дистрибуције.¹¹⁹⁰ Он је у уговорној обавези (нем. *Überrahmevertrag*) да преузме цео или део ризика емисије на себе. Заједно са овом обавезом, покровитељ по правилу преузима обавезу пласмана ХОВ на берзанско тржиште и вршење стабилизације курса.¹¹⁹¹ Уговарањем покровитељства, емитент постаје сигуран да ће његова емисија успети и да ће скупити тражена средства, осим у случају *best effort* покровитељства. Битно је истаћи да је емисија уз покровитељство у суштини агенцијска емисија, без обавезе посредовања у продаји ХОВ, надограђена у погледу обавеза везаних за покровитељство. Изузетак је *best effort* покровитељство, будући да емитент не врши откуп, већ комисионо продаје емитоване ХОВ које су код централног депозитара уписане на његово име, без исплаћене купопродајне цене. Управо због ове карактеристике, овај тип покровитељства често се сврстава у агенцијску емисију, будући да је спорно којем типу емисије припада.

Покровитељство се у пракси врши у случају јавне понуде ХОВ, будући да је код приватне понуде ХОВ ризик пласмана непостојећи, јер су инвеститори познати пре отпочињања самог поступка емисије, те се обим емисије унапред планира тако да буде у целини пласиран. Битно је напоменути да покровитељство није могуће извршити у

¹¹⁹⁰Samuel N. Allen, „A Lawyer's Guide to the Operation of Underwriting Syndicates“, *New England Law Review*, Vol. 26, No. 2/1991, p. 320.

¹¹⁹¹D. Einsele, *op. cit.*, S. 375.

случају ХОВ емитованих у поступку билансне секјуритизације, јер се ради о сопственој емисији. У случају ванбилансне секјуритизације, често се врши *best effort* покровитељство, а чврсто и *stand by* покровитељство, више је теоријска могућност. Услов за вршење ванбилансне секјуритизације је пласирање целокупне емисије, будући да би у противном ДСН морао оригинатору вратити део потраживања, која се налазе у његовом пулу потраживања, што би пореметило учешће у партиципацији сваке обвезнице, а проспект не би био више валидан. ДСН нема потребан новац који ће исплатити оригинатору и откупити потраживања, јер новац добија тек у поступку емисије партиципативних обвезница. Када инвеститор упише, односно купи обвезницу он исплаћује емисиону цену за ХОВ, а скупљена новчана средства се потом преносе оригинатору, или сразмерно улагању сваком оригинатору, који учествује у секјуритизацији. Због овог разлога, непродате обвезнице компензацијом добија оригинатор, а ако их је више онда сваки у сразмери са својим учешћем у активи секјуритизације. Стога ће оригинатори непродате ХОВ покушати да препродају у секундарном трговању.

6.3.1 Врсте покровитељства и обавеза преузимања емитованих ХОВ

Постоје три форме поделе ризика успеха емисије између покровитеља и емитента и то чврсто (нем. *feste Übernahme*, енг. *firm underwriting, bought deal*), *stand by* (енг. *back-stop underwriting*) и *best effort* преузимање.¹¹⁹²

Емитент у случају чврстог преузимања врши приватну понуду ХОВ покровитељу, који преузевши ризик емисије у потпуности, или делимично, врши јавну понуду ХОВ најширој јавности на одговарајућем тржишту. У овом случају, покровитељ откупљује целу емисију ХОВ, или њен део, и врши њихову исплату емитенту, да би након тога покровитељ покушао да заради на курсној разлици приликом препродаје.

Stand by покровитељство се разликује од чврстог, по томе што се врши након јавне понуде, када покровитељ преузима преостали део непласираних ХОВ након емисије. Осим претходно наведене разлике, *stand by* покровитељство се не разликује од чврстог преузимања.

У случају *best effort* преузимања, покровитељ не преузима ризик емисије на себе, већ се обавезује да ће урадити све што је у његовој моћи да емисија успе. Покровитељ

¹¹⁹²М. Habersack, P. Mülbert, M. Schlitt, et. all., *Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 365.

уписује ХОВ, али их не исплаћује, већ чека да их прода, након чега врши исплату уписаних ХОВ емитенту, а курсну разлику задржава за себе.

Све три форме покровитељства могу бити комбиноване са фиксним, *bookbuilding* и аукцијским поступком утврђивања емисионе цене. У пракси је *best effort* покровитељство најчешће везано за *bookbuilding* методу, али постоје и другачији примери. Тако је код иницијалне јавне понуде депозитних потврда *Alibaba Group Holding Limited* на Њујоршкој берзи коришћена *bookbuilding* метода, с тим да је један део емисије преузет уз примену чврстог преузимања, а други уз *best effort* преузимање, уз могућност коришћења *stand by* покровитељства, будући да су покровитељи имали право *call* опције, да у року од 30 дана од дана објављивања проспекта, откупе додатну траншу ХОВ.¹¹⁹³

Под чврстим преузимањем, подразумева се ситуација када најчешће банкарски конзорцијум преузима целокупну емисију емитента, уз исплату новчане противвредности, како би на сопствени ризик извршио пласман на тржишту капитала.¹¹⁹⁴ У овом случају конзорцијум уписује, односно купује све ХОВ једне емисије, односно ХОВ преостале након приоритетног уписа, након чега сваки члан конзорцијума пласира ХОВ на одговарајућем тржишту и труди се да оствари зараду на диференцијалној цени. Конзорцијум може извршити јавну понуду ХОВ након овог откупа, а може одлучити да ХОВ сукцесивно продаје на ОТЦ, регулисаном, или МТП тржишту, што зависи од уговорних клаузула. При емисији власничких ХОВ, најчешће се уговара заштитна клаузула, на основу које се покровитељ обавезује да прибављене ХОВ одмах пласира, будући да би у супротном покровитељ могао утицати на пословање емитента, јер ове ХОВ у себи имају инкорпорисано корпоративно право, или право опције које посредно даје корпоративна права. Уколико покровитељ не отуђи прибављене ХОВ, емитент може судским путем тражити враћање, тј. откуп ових ХОВ, извршавање уговорне обавезе уз примену судских пенала или досуђивање уговорне казне, уколико је она уговорена. Ова клаузула се може уговорити у случају чврстог и *stand by* преузимања.¹¹⁹⁵ Ако сигурносна клаузула није уговорена, чланови конзорцијума нису у обавези да отуђе овако прибављене ХОВ.

¹¹⁹³За више погледај 240 стр. проспекта. Доступно на: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111df1.htm>, сајт посећен 02.08.2018. године.

¹¹⁹⁴Heinz-Dieter Assmann, Uwe Schneider, et. all, *Wertpapierhandels-gesetz Kommentar*, Köln, 2012, S. 96.

¹¹⁹⁵У случају *best effort* покровитељства, заштитна клаузула је безпредметна, будући да покровитељ нема у свом власништву емитоване ХОВ, већ само као комисионар врши њихову продају.

Чврсто и *stand by* преузимање врше се на идентични начин, будући да покровитељ купује емитоване ХОВ, али се разликују по обиму и сврси предузимања. У обиму се разликују, јер се чврсто преузимање односи на целокупну емисију, или њен већински део, а *stand by* само на део емисије који преостане након пласмана. Што се тиче сврхе, чврсто преузимање се, у економском смислу, врши ради кредитирања, а *stand by* покровитељство има карактер *stand by* кредита, будући да је условљено, односно предузима се уколико пласман не успе у целини или у планираном обиму. Осим као гарант успеха емисије, *stand by* покровитељство у пракси може бити уговорено у интересу покровитеља, уз примену *call* опције, у комбинацији са *best effort* покровитељством. У овом случају, покровитељ одлучује да ли ће тражити откуп додатне количине ХОВ, а не емитент. Оваква ситуација се јавља код емисија које су пребукиране, односно када је потражња већа од понуде, те покровитељ активира своју *call* опцију да би извршио откуп додатне количине ХОВ, уколико процени да може остварити додатни профит. У нашем систему је могуће спровести чврсто преузимање и *stand by* преузимање са *put* опцијом,¹¹⁹⁶ будући да ЗПД у овим случајевима предвиђа дисконт емисионе цене.¹¹⁹⁷ Међутим, отежено је вршење покровитељства због забране уписа и уплате ХОВ код емитента и покровитеља у случају јавне понуде. Због предметне забране, покровитељство је могуће извршити само уз прекршајну одговорност и казну изречену од стране КХОВ.¹¹⁹⁸

У пракси се најчешће примењује *best effort* покровитељство, будући да су ризици за покровитеља најмањи, а утицај покровитеља на избор инвеститора и висину емисионе цене највећи.¹¹⁹⁹ Код овог типа покровитељства, покровитељ уписује емитоване ХОВ на свој власнички рачун, али не врши исплату за уписане ХОВ, већ се обавезује да учини све што је у његовој моћи да исте комисионо прода. Након што је извршена продаја ХОВ, новац од остварене продаје преноси се на рачун емитента, док се непродате ХОВ поништавају као неуплаћене.¹²⁰⁰ Накнада за рад покровитеља се у овом случају најчешће уговара у процентуалном износу од продатих ХОВ. *Best effort* покровитељство код нас на жалост није могуће спровести у случају акција, будући да

¹¹⁹⁶У случају *call* опције, право избора има покровитељ, док је код *put* опције право избора на страни емитента.

¹¹⁹⁷ЗПД, чл. 260, ст. 7, тач. 1. Дисконт емисионе цене није могућ код *stand by* преузимања са *call* опцијом.

¹¹⁹⁸За више погледај поднаслов: Право инвеститора да упише, или купи емитоване ХОВ.

¹¹⁹⁹За више: В. Grunewald, М. Schlitt, *et. all, op. cit.*, S. 70-71.

¹²⁰⁰Види: ЗПД, чл. 48, ст. 7. Ова одредба гласи: „Ако члан друштва пропусти да своју обавезу изврши и у накнадном року, друштво може донети одлуку о искључењу тог члана из друштва, односно у случају акционарског друштва одлуку о повлачењу и поништају без накнаде акција тог акционара које нису уплаћене, односно за које није унет неновчани улог у друштво.“

ЗПД предвиђа да акционар делимично уплаћених акција јавног АД не може пре уплате, односно уноса улога у целисти, те акције преносити или њима располагати.¹²⁰¹ Такође, ЗПД не предвиђа дисконт емисионе цене у овом случају,¹²⁰² а постоји и проблем у погледу места уписа и уплате за ХОВ, будући да је забрањено да се исти врше код покровитеља и емитента у случају јавне понуде.¹²⁰³ Такође, овај тип покровитељства није могуће извршити ни код замењивих обвезница, јер се и њихова цена когентно одређује и не постоји могућност дисконта.¹²⁰⁴ Код вараната и других дужничких ХОВ, могуће је спровести ову методу, али је за нашу праксу ова могућност недовољно интересантна.

Поставља се питање, шта се дешава у ситуацији када покровитељ, без ваљаног разлога, одбије да изврши своју обавезу. У случају чврстог и *stand by* покровитељства, правна природа односа емитента и покровитеља је уговор о купопродаји, те треба примењивати одредбе овог уговора и опште одредбе о уговорној накнади штете.¹²⁰⁵ Ако би покровитељ био савестан, он би одговарао за штету и изгубљену добит која се у тренутку закључења уговора могла предвидети.¹²⁰⁶ Уколико би неиспуњење уговора била последица намере или крајње непажње, покровитељ би одговарао за целокупан износ стварно претрпљене штете и изгубљене добити.¹²⁰⁷ Уколико би се десиле промене на тржишту, због којих покровитељ не би могао да пласира ХОВ по емисионој цени, тада би се примењивала правила о раскиду или измени уговора због промењених околности.¹²⁰⁸ Наравно, уговором може бити ограничен износ штете, осим у случају да је уговор прекршен због очигледне непажње или намере.¹²⁰⁹ У случају *best effort* покровитељства, правна природа односа покровитеља и емитента је уговор о налогу,¹²¹⁰ те на овај однос треба примењивати одредбе овог уговора¹²¹¹ и опште одредбе о уговорној накнади штете.¹²¹² Уколико налогопримац откаже уговор о налогу, он је дужан да надокнади штету налогопримцу, осим у случају када су за отказ постојали

¹²⁰¹ЗПД, чл. 252, ст. 3, тач. 1.

¹²⁰²За више погледај поднаслов: Утврђивање емисионе цене методом *bookbuilding*-а.

¹²⁰³За више погледај поднаслов: Право инвеститора да упише, или купи емитоване ХОВ.

¹²⁰⁴ЗПД, чл. 263, ст. 3.

¹²⁰⁵Види: ЗОО, чл. 262-296 и 523-526.

¹²⁰⁶ЗОО, чл. 266, ст. 1.

¹²⁰⁷ЗОО, чл. 266, ст. 2.

¹²⁰⁸ЗОО, чл. 133-136.

¹²⁰⁹ЗОО, чл. 265, ст. 1 и 3.

¹²¹⁰Уговор о комисионој продаји је по својој правној природи уговор о налогу.

¹²¹¹ЗОО, чл. 772.

¹²¹²ЗОО, чл. 262-296.

оправдани разлози.¹²¹³ Уколико овакав разлог не би постојао, тада је решење идентично као у претходно описаном случају. Дакле, налогопримац би одговарао за претрпљену штету и изгубљену добит, која се могла предвидети у тренутку закључења уговора, а ако је био несавестан, тада за целокупан износ стварно претрпљене штете и изгубљене добити.¹²¹⁴

6.3.2 Конзорцијум као покровитељ

У нашем праву, покровитељство могу вршити банке и брокерско-дилерска друштва,¹²¹⁵ а ово решење је преузето из права ЕУ.¹²¹⁶ У праву СРН је супротно прописима ЕУ, регулисано да послове покровитељства могу обављати искључиво банке.¹²¹⁷ Покровитељство може бити спроведено од стране једног финансијског посредника или конзорцијума, што ће зависити од вредности емисије и ограничења везаних за банкарске ризике. У случају емисија велике вредности, покровитељство најчешће врши банкарски конзорцијум (нем. *Bankkonsortium*, енг. *Bank Consortium/Syndikate*), због велике кредитне способности. Наравно, конзорцијум брокерско-дилерских друштава, или конзорцијум банака и брокерско-дилерских друштава, може вршити овакво покриће, али је то ређе. Уколико би само један покровитељ преузимао емисију, то може бити законски проблематично, будући да би код емисија велике вредности дошло до кршења правила везаних за банкарске ризике, пре свега ризика изложености и адекватности капитала. Исто важи и за брокерско-дилерска друштва, која су такође предмет контроле ризика. Претходно речено се односи на чврсто и *stand by* преузимање, где конзорцијум који формира група инвестиционих друштава купује ХОВ од емитента по дисконтној цени, те потом продаје ове ХОВ по цени из јавне понуде и на тај начин остварује зараду на диференцијалној разлици (енг. *spread*, нем. *Agio*).¹²¹⁸ У случају *best effort* покровитељства, не врши се откуп, стога су ризици пословања мањи и овај тип покровитељства може обавити један покровитељ. Што се тиче врсте ХОВ које могу бити предмет покровитељства, нема ограничења, те све зависи од интереса учесника емисије.

¹²¹³ЗОО, чл. 766, ст. 1 и 2.

¹²¹⁴ЗОО, чл. 266, ст. 1 и 2.

¹²¹⁵ЗТК, чл. 149, ст. 1, тач. 3.

¹²¹⁶R 2014/65/EU, Anhang 1, Abschnitt A und B.

¹²¹⁷KWG, Par. 1, Abs. 1 und 1a. Више: М. Habersack, Р. О. Mülbert, М. Schlitt *et all*, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1045-1046.

¹²¹⁸S. N. Allen, *op. cit.*, p. 321.

6.3.2.1 Врсте конзорцијума

Разликујемо два уговорна односа, један између конзорцијума и емитента (уговор о покровитељству), којим се регулише емисија уз покриће, и други између чланова конзорцијума, којим они регулишу међусобне односе (уговор о конзорцијуму). С обзиром на то какав уговор о покровитељству је закључен са емитентом, конзорцијуми се могу поделити на опциони конзорцијум (нем. *Optionskonsortium*, енг. *optinal underwriting consortium/syndikate*), гаранцијски конзорцијум (нем. *Garantienkonsortium*, енг. *Guarantee Consortium/Syndikate*), конзорцијум највећег залагања (енг. *best effort basis*, нем. *Begebungskonsortium*) и конзорцијум чврстог преузимања (нем. *Festübernahmekonsortium*, енг. *firm commitment underwriting consortium/syndikate*), са заштитном клаузулом (нем. *Einheitskonsortium*) и без заштитне клаузуле (нем. *Übernahmekonsortium*).¹²¹⁹

У случају опционог конзорцијума, чланови имају право опције да у одређеном року од дана објављивања проспекта откупе додатну количину ХОВ из емисије.¹²²⁰ Овај конзорцијум користи право *call* опције, уговорено заједно са *stand by* покровитељством, како би откупио додатну количину ХОВ у случају пребукиране емисије.

Код гаранцијског конзорцијума чланови врше класично *stand by* покровитељство, наравно без права *call* опције. Исти гарантују да ће у случају неуспеха емисије откупити недостајући део емисије, како би иста била успешна.

Конзорцијум највећег залагања врши *best effort* покровитељство, код којег чланови врше комисиону продају ХОВ. Конзорцијум уписује ХОВ, али не врши исплату истих, већ чека да их прода, да би потом од добијене купопродајне цене исплатио уписане ХОВ.

Конзорцијум чврстог преузимања са заштитном клаузулом, најчешће се уговара у случају емисије власничких ХОВ, када је битно да се конзорцијум обавезе да неће задржати ХОВ у свом власништву, већ да ће исте отуђити у одређеном временском

¹²¹⁹H. Peter Schwintowski, *et. all, Bankrecht*, Köln, 2018, S. 1246-1247; M. Habersack, P. O. Mülbart, M. Schlitt *et. all, Unternehmens-finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1048-1049.

¹²²⁰Овакав конзорцијум је образован у случају јавне понуде депозитних потврда *Alibaba Group Holding Limited*, на Њујоршкој берзи. Овај тип конзорцијума се од гаранцијског разликује по томе што, постоји *call* опција. За више погледај: 240. стр. проспекта, доступно на: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111df1.htm>, сајт посећен 07.08.2018. године.

периоду, како би се заштитила постојећа власничка структура емитента. Конзорцијум чврстог преузимања без заштитне клаузуле, уговора се код емисије дужничких ХОВ, будући да конзорцијум није у обавези да отуђи ХОВ, јер то не утиче на права постојећих акционара.

Претходну поделу не треба схватити као *nummerus clausus*, будући да се конзорцијум у емисионом послу може јавити и у другим случајевима, попут продајног конзорцијума (нем. *Vermittlungskonsortium*), који се формира да би посредовао у продаји ХОВ, међутим овде се не ради о покровитељству.¹²²¹ Овакав конзорцијум може бити формиран у случају пласирања ХОВ преко ОЦ тржишта, како би ХОВ биле доступне путем шалтера свих чланова конзорцијума. Овај тип конзорцијума, назива се још и конзорцијум пласмана (нем. *Platzierungskonsortium*).

Што се тиче начина иступања чланова конзорцијума према емитенту, разликујемо унутрашњи (нем. *Innenkonsortium*), спољни (нем. *Außenkonsortium*) и подконзорцијум (нем. *Unterkonsortium*).¹²²² Када вођа конзорцијума иступа самостално према емитенту, а не као представник конзорцијума, тада се ради о унутрашњем конзорцијуму, јер уговор настаје само између емитента и вође конзорцијума, док остали чланови конзорцијума склапају уговор само са вођом конзорцијума.¹²²³ Сви чланови конзорцијума могу закључити заједнички уговор са вођом конзорцијуму, или сваки од њих може направити подконзорцијум, односно закључити засебан уговор са вођом конзорцијума. Уколико уговор са емитентом склапају сви чланови конзорцијума и преузимају права и обавезе према емитенту, ради се о спољном конзорцијум. Међутим, поједини чланови оваквог конзорцијума могу направити подконзорцијум, односно закључити уговор са трећим лицем, које неће постати део спољног конзорцијума, а на основу кога ће то треће лице преузети део права и обавеза. У једном емисионом конзорцијуму, може настати више подконзорцијума, па треће лице које је у подконзорцијуму, може направити свој подконзорцијум са неким трећим лицем.¹²²⁴

¹²²¹Више: М. Habersack, Р. О. Mülberr, М. Schlitt *et all*, *Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1048.

¹²²²*Ibidem*, S. 1051-1052.

¹²²³R. Erne, *et. all, op. cit.*, S. 515.

¹²²⁴М. Habersack, Р. О. Mülberr, М. Schlitt *et. all*, *Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1051.

6.3.2.2 Установљавање и унутрашњи односи у оквиру конзорцијума

Конзорцијум је привремено партнерство, формирано ради прикупљања новца и обављања једног или више послова везаних за покриће емисије.¹²²⁵ Ради се о форми грађанскоправног ортаклука правних лица. Као покровитељ, може се јавити само грађанскоправни ортаклук, будући да би формирање новог привредног друштва од стране ортака било нерационално са становишта трошкова, а то ново друштво би морало да прибави дозволе за пословање, што обесмишљава овакво удруживање. Основни циљ ортаклука је постићи синергијски ефекат, како би ортаци заједно испунили услове за извршење једног захтевног посла. Треба направити јасну разлику између грађанскоправног ортаклука и ортачког друштва у смислу ЗПД, будући да је ортачко друштво правно лице. Ортачко друштво мора поседовати оснивачки уговор, те након конститутивног чина његове регистрације у АПР-у настаје правно лице, које има свој субјективитет и имовину.¹²²⁶ Будући да је у питању правно лице, оно мора водити посебно књиговодство, имати запослене,¹²²⁷ а у случају престанка се мора спровести поступак ликвидације или стечаја.

Грађанскоправни ортаклук је уговорни однос, који на жалост није регулисан у ЗОО, већ се примењују одредбе Српског грађанског законика (даље у тексту: СГЗ). Овај пропис предвиђа да ортачки уговор настаје кад се два или више лица сложе, да свој труд, своје ствари уложе на то, да корист која се отуд добије, међу собом деле.¹²²⁸ У упоредном праву се ортаклук (нем. *Gesellschaft bürgerliches Rechts*) дефинише као уговорни однос двоје или више лица ради постизања заједничког циља, путем преузимања дужничко поверилачких обавеза.¹²²⁹ Дакле, у овом случају ортаци остају

¹²²⁵Froyd F. Burtchett, Clifford M. Hicks, Keith L. Broman, *Corporation Finance*, Lincoln/Nebraska, 1959, p. 373.

¹²²⁶Види: ЗПД, чл. 93-124.

¹²²⁷У нашем позитивном праву свако привредно друштво мора имати запосленог. Ова обавеза није последица регулације у ЗПД већ у Закону о доприносима за обавезно социјално осигурање („Сл. гласник РС“, бр. 84/2004, 61/2005, 62/2006, 5/2009, 52/2011, 101/2011, 7/2012 - усклађени дин. изн., 8/2013 - усклађени дин. изн., 47/2013, 108/2013, 6/2014 - усклађени дин. изн., 57/2014, 68/2014 - др. закон, 5/2015 - усклађени дин. изн., 112/2015, 5/2016 - усклађени дин. изн., 7/2017 - усклађени дин. изн., 113/2017 и 7/2018 - усклађени дин. изн., бр. 4/2019 - усклађени дин. изн., 86/2019, 5/2020 - усклађени дин. изн., 153/2020 и 6/2021 - усклађени дин. изн), који у чл. 6 ст. 1 тач 15, предвиђа да је оснивач, односно члан привредног друштва (физичко лице) осигураник, без обзира да ли је са привредним друштвом засновао радни однос. Под радом се, поред радног односа, подразумева и представљање и заступање привредног друштва на основу уписа у регистар надлежне организације, као и обављање пословодствених овлашћења и послова управљања, у складу са законом којим се уређује положај привредних друштава.

¹²²⁸Српски грађански законик од 11. марта 1844. године, са изменама и допунама (даље у фуснотама: СГЗ), чл. 723.

¹²²⁹Hanns Prütting, Gerhard Wegen, Gerd Weinreich, et all, *Bürgerliches Gesetzbuch Kommentar*, Köln, 2018, S. 1536.

самостални, те се не прави посебно правно лице, већ они уговорно регулишу своја права и обавезе поводом преузимања и пласирања ХОВ на тржиште капитала.

Уговором о конзорцијуму, морају се дефинисати међусобни односи учесника конзорцијума, а како ће исти бити регулисани зависи од њихове аутономије воље. За праксу је од значаја конзорцијални уговор израђен од стране *ICMA*¹²³⁰, који даје предлог за решење међусобних односа учесника конзорцијума. Уговором о конзорцијуму се мора утврдити, ко колико од ортака улаже у заједнички посао, начин заступања, односно пословођења, вођење поступака утврђивања емисионе цене, вршење *due diligence*-а, састављање проспекта, потом ко и како врши пласман емитованих ХОВ, стабилизација курса емитоване ХОВ, свођење завршног рачуна, подела добити и губитака. Битно је прецизирати, да ли чланови конзорцијума према емитенту одговарају солидарно за обавезе, или свако засебно одговара за обавезе које је преузео.

Као и код сваког другог ортаклука, најбитније је утврдити колико новца сваки од чланова улаже у посао покрића, те на основу тога утврдити величину удела свих ортака. Законска претпоставка је да свако добија сразмерно користи, колико је и добара унео у ортаклук.¹²³¹ Када неки од ортака, а најчешће вођа конзорцијума, предузима и друге радње везане за емисију, мора се водити рачуна и о његовим трошковима и накнади за пружени рад. Обично вођа конзорцијума обавља све послове везане за проспекат, али се у пракси у последње време покушава увести подела одговорности за састављање проспекта међу члановима конзорцијума.¹²³² По правилу, ортаци не преузимају заједничку (солидарну) одговорност према емитенту, него свако за свој део ХОВ које преузима, а такво решење је прихваћено и у верзији 2 *ICMA* Конзорцијалног уговора.¹²³³

Најчешће решење је да пословођење врши вођа конзорцијума, те је он опуномоћен од стране осталих ортака да закључи уговор о покровитељству и да предузима послове неопходне за емисију. Ово је последица тога, што је претежно једина обавеза осталих ортака да преузму ХОВ у складу са својом квотом,¹²³⁴ док све остало предузима вођа конзорцијума у договору са емитентом. Могуће је да

¹²³⁰Види: *ICMA Standard Form Agreement Among Managers Version 1* (даље у фуснотама: *ICMA AAM v1*).

¹²³¹СГЗ, чл. 739.

¹²³²М. Habersack, Р. О. Mülbert, М. Schlitt *et. all*, *Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1057.

¹²³³D. Einsele, *op. cit.*, S. 380.

¹²³⁴*Ibidem*, S. 374.

пословођење буде заједничко, када се мора утврдити начин доношења одлука и ко би водио заступање конзорцијума, али се тада компликује организација посла и питање одговорности за урађено.

Обавеза пласмана ХОВ, зависиће од уговорених клаузула и од типа покровитељства и ХОВ која се емитује. У случају емисије дужничких ХОВ, емитенту је свеједно коме дугује, те емитоване ХОВ могу остати у поседу покровитеља. У случају власничких ХОВ, емитент има интерес да спречи утицај покровитеља на одлучивање и да се изврши дисперзија власништва, стога се по правилу уговара сигурносна клаузула. Она ће се уговарати код чврстог преузимања и *stand by* покровитељства. Уколико се врши *best effort* покровитељство, тада ће постојати обавеза да се изврши пласман на секундарно тржиште, будући да је ова обавеза циљ формирања конзорцијума.¹²³⁵ Сигурносна клаузула подразумева да покровитељ мора у одређеном року након пласмана, да отуђи ХОВ, због чега се уговара и начин контроле.¹²³⁶

Свођење рачуна врши се истовремено са откупом ХОВ од емитента, с тим да се у случају подконзорцијума, ХОВ прво преносе на рачун члана конзорцијума, који их потом преноси на рачуне чланова подконзорцијума. По правилу, ХОВ се одмах преносе на власничке рачуне чланова, јер није практично да се врши пласман ХОВ у заједничкој својини или су својини, будући да у том случају ортаци појединачно не могу да одлучују о пласману.¹²³⁷

Уговором се мора дефинисати питање доцње у исплати ХОВ, од стране члана конзорцијума. Може се десити да неки од ортака из конзорцијума не располаже са довољном количином новца за исплату свог удела, тада би преостали ортаци могли преузети његов удео у конзорцијуму, или уколико тако нешто није уговорено, могуће је да сви или неки од ортака његов део исплате.¹²³⁸ Решење које предвиђа нацрт конзорцијалног уговора израђеног од стране *ICMA*¹²³⁹ је специфично, будући да не говори о накнади евентуалне штете, јер би на то питање било примењивано одговарајуће материјално право, већ о начину решавања проблема. Наиме, вођа конзорцијума би самостално доносио одлуку (енг. *in its absolute discretion*) о томе да он сам упише или купи преостале ХОВ, да понуди преостале ХОВ неком другом лицу, без

¹²³⁵Н. Peter Schwintowski, *et. all*, *Bankrecht*, Köln, 2018, S.1253.

¹²³⁶*Ibidem*, S.1256.

¹²³⁷*Ibidem*, S. 1251.

¹²³⁸*Ibidem*, S. 1255.-1256.

¹²³⁹Види: *ICMA AAM v1*.

обзира да ли се ради о члану конзорцијума, или да од преосталих ортака захтева да упишу или купе ХОВ у пропорцији са својим обавезама из конзорцијума.¹²⁴⁰ Могуће је да вођа конзорцијума усклади уговор о покровитељству, тако да није потребно додатно преузимање ХОВ.¹²⁴¹

6.4 ОБАВЕЗА ВРШЕЊА *DUE DILIGENCE*-А

Due diligence је појам преузет из права САД-а, који се одржао у употреби у Европи, будући да је тешко дати дефиницију која би омогућила да се тачно објасни садржина овог појма, иако се у основи ради о правној, али и финансијској анализи. У литератури се могу срести мање или више успешне дефиниције, па се тако *Due diligence* дефинише као темељна истрага свеопштих карактеристика циљног привредног друштва, са нагласком на шансе и ризике којима је оно изложено.¹²⁴² Друга дефиниција говори о њему као провери и процени инвестиционог објекта, као основи за доношење инвестиционе одлуке.¹²⁴³

Што се тиче типова *due diligence*-а, разликујемо правни, комерцијални, технички, финансијски, порески, утицаја на животну средину и *due diligence* менаџмента.¹²⁴⁴ У оквиру правне анализе, прво се обрађује компанијско право. Односно, да ли је организација друштва одговарајућа, да ли је основни капитал унет у целини, усклађеност основних аката са позитивним правом и сл. Потом се врши анализа стварног права и то да ли друштво има непокретности, да ли постоје имовински спорови, као и провера уписа прва својине. Након тога се врши анализа страног финансирања, односно контрола уговора на основу којих потиче страни капитал. Затим се спроводи анализа активних спорова, привредних престапа и прекршаја. Потом се анализирају радни односи, тј. уговори о раду, правилници и општи акти послодавца из материје радних односа. Често се анализира пореско право, те поштовање прописа везаних за заштиту животне средине и за стручну област пословања привредног друштва. Код комерцијалног *due diligence*-а, проверавају се услови пословања на тржишту, само тржиште и конкурентност привредног друштва на тржишту и његов начин организације. Што се тиче техничке анализе, проверава се техничка опремљеност и да ли она одговара потребама друштва. Финансијска анализа

¹²⁴⁰ICMA AAM v1, Art. 3, sec. 1.

¹²⁴¹ICMA AAM v1, Art. 3, sec. 3.

¹²⁴²D. Beisel, F. Andreas, *et. all, op. cit.*, S. 4.

¹²⁴³*Ibidem.*

¹²⁴⁴К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 246-255.

се мора вршити, будући да су финансијски извештаји обавезан елемент проспекта који је изузетно значајан за инвеститоре, како би донели одлуку о улагању. Може се вршити контрола изложености емитента према финансијерима, као и контрола финансијских планова и пореска анализа. Анализира се и менаџмент, да ли се привредни субјект води на корпоративним основама или је руководство спојено са власништвом над капиталом, а утврђује се стручност и оспособљеност.

Due diligence се примењује најчешће у случају купопродаје удела или акција циљаних привредних друштава, али и у случају спајања и припајања привредних друштава¹²⁴⁵, док се у материји права тржишта капитала јавља као начин провере информација које се објављују и тржишних услова, а све у циљу ваљаног обавештавања инвеститора и постизања информационе симетрије. Пре свега се проверавају подаци који треба да буду садржани у оквиру проспекта, те се најчешће комбинује спровођење *due diligence-a* и израда проспекта.¹²⁴⁶ Анализу је неопходно спровести, будући да за валидност проспекта одговарају сва лица која га потпишу, поред емитента и одговорних лица у оквиру емитента, одговара гарант у вези са издавањем ХОВ и инвестиционо друштво које пружа услуге покровитеља, или агента у вези са јавном понудом.¹²⁴⁷

Управо је фаза анализе први корак који се предузима код свих врста емисија ХОВ, и то како у случају покровитељства, тако и у случају агенцијске емисије. Она је нужан услов да би се могла отклонити одговорност финансијског посредника за садржину проспекта, будући да се на овај начин доказује да исти нису поступали са грубом непажњом приликом његовог састављања.¹²⁴⁸ Анализа је од значаја и за утврђивање емисионе цене ХОВ које се издају, јер је иста основ за доношење извештаја о квалитету ХОВ (енг. *equity-research-report*), а који претходи *bookbuilding* поступку. Обавеза вршења анализе терети емитента и финансијског посредника. Емитент мора предузети финансијску анализу, будући да мора ангажовати ревизора који ће сачинити финансијске извештаје, док обавеза вршења преосталих анализа зависи од уговором преузетих обавеза. Односно, финансијски посредник мора предузимати анализе које су му неопходне за обављање обавеза које је преузео, попут састављања проспекта, утврђивања емисионе цене, поступка стабилизације цене емитоване ХОВ и сл.

¹²⁴⁵У англосаксонском праву, за ове активности се користи назив *mergers and acquisitions (M&A)*.

¹²⁴⁶Daniel Beisel, Friedhold Andreas, *et. all, Due Diligence*, München, 2017, S. 48.

¹²⁴⁷ЗТК, чл. 19, ст. 1.

¹²⁴⁸B. Grunewald, M. Schlitt, *et. all, op. cit.*, S. 26.

Due diligence се примењује и при секјуритизацији дуговања и то како код билансне, тако и ванбилансне секјуритизације. У оба случаја, врши се правна и финансијска анализа емитента, како би се умањила вероватноћа да исти трпи одговорност за садржину проспекта, а врши се анализа и усклађивање активе, како би се могла користити у поступку секјуритизације. Контрола активе је од значаја, будући да се сматра, да су преваре у вези са хипотекама при одобравању кредита значајно допринеле продубљивању финансијске кризе 2008. године, те је од значаја да оригинатор, али и организатор секјуритизације, изврше темељни *due diligence*.¹²⁴⁹ У зависности од потреба и у случају секјуритизације се могу вршити и други типови анализа, а најчешће се анализирају услови на тржишту.

6.5 ОБАВЕЗА ОБЈАВЉИВАЊА ПРОСПЕКТА

Проспект има централну улогу при јавној понуди ХОВ и код пласирања ХОВ на организовано и МТП тржиште, будући да је у овим случајевима његово објављивање обавезно.¹²⁵⁰ Законски се проспект не дефинише, али се регулишу његова садржина, форма и врсте.¹²⁵¹ Одсуство дефиниције последица је изузетне комплексности, јер се не могу обухватити све карактеристике и функције у оквиру једне једине дефиниције. У нашем позитивном праву не постоји дефиниција, али је она раније постојала. Проспект је дефинисан, као писани јавни документ, који садржи податке који инвеститору омогућавају јасан и целовит увид у стварни (објективни) правни и финансијски положај издаваоца ХОВ, у његове пословне могућности и у права и обавезе које произлазе из ХОВ на које се проспект односи, као и друге податке битне за доношење инвестиционе одлуке.¹²⁵²

Због свог значаја за тржиште капитала, проспект се јавља у оквиру првих системских закона који регулишу материју емисије ХОВ, па тако у СРН већ 1896. и 1908. године,¹²⁵³ у Великој Британији 1908. године,¹²⁵⁴ у САД-у 1933. године.¹²⁵⁵ У

¹²⁴⁹Alison Lui, „Multiple principal-agent problems in securitisation“, *Poznan University of Economics Review*, Vol. 11, No.2/2011, p. 62.

¹²⁵⁰B. Grunewald, M. Schlitt, *et. all, op. cit.*, S. 211.

¹²⁵¹S. Kalss, M. Oppitz, J. Zollner, *op. cit.*, S. 258.

¹²⁵²ЗТХОВ, чл. 26, ст. 1.

¹²⁵³Види: Börsengesetz (Deutsches Reichsgesetzblatt Band 1896, Nr. 15, Seite 157–176); Bekanntmachung, betreffend die Fassung des Börsengesetzes. (Deutsches Reichsgesetzblatt Band 1908, Nr. 27, Seite 215 – 237).

¹²⁵⁴Види: *The British Companies Acts of 1908 and 1929*.

¹²⁵⁵Види: An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate [Public, No. 22.] and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes, 73d Congress. sess. I. ch. 38. May 27, 1933. За више о историји проспекта у САД види: Elisabeth

нашој историји, први пропис који регулише проспекат је ЗХОВ из 1995. године,¹²⁵⁶ док прописи из периода краљевине не регулишу питање проспекта.¹²⁵⁷ На нивоу ЕУ, први пропис којим се уређује проспекат, донесен је 1979. године у форми директиве, а у циљу хармонизације прописа на нивоу Европске заједнице.¹²⁵⁸ Тренутна регулатива ЕУ, омогућила је стварање унутрашњег тржишта, будући да је уведен такозвани финансијски пасош (нем. *Finanzpass*, енг. *financial passport*), који омогућава финансијским посредницима пословање на територији целе ЕУ,¹²⁵⁹ као и признавање одобреног проспекта у свим државама чланицама.¹²⁶⁰ Кроз свој развој проспекат је имао основну сврху, да упозна потенцијалне улагаче са карактеристикама ХОВ која се емитује и финансијским стањем емитента. Историјски гледано, обим информација које се објављују стално је увећаван, те се у оквиру проспекта уводе информације о типу покровитељства, потенцијалним ризицима, обезбеђењу емисије и сл. Разлог за то је чињеница да је основна функција проспекта заштитна, будући да се њим покушава превазићи информациона асиметрија.¹²⁶¹ То се може приметити по томе што се проспекат сачињава само у случају јавне понуде, али не и код приватне понуде ХОВ, где се сматра да су инвеститори упознати са емитентом и његовим могућностима. Једино емитенти јавног права немају обавезу објављивања проспекта. У упоредном праву се ослобођење од обавезе објављивања проспекта шири и на емитенте, за чију емисију су гарантовали неограничено и неопозиво јавноправни субјекти, изузети од обавезе објављивања проспекта.¹²⁶² У нашем праву, круг лица ослобођених ове обавезе ужи је и

Keller. "Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934." *Ohio State Law Journal*, No. 49/1988, p. 329-352.

¹²⁵⁶Види: ЗХОВ.

¹²⁵⁷Види: Закон о јавним берзама Краљевине Србије од 03.11.1886. године.

¹²⁵⁸Види: Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (79/279/EWG) ABI. EG Nr. L66/21 vom 16. März 1979; Richtlinie der Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (80/390/EWG), ABI. EG Nr. L100/1 vom 17. April 1980.

¹²⁵⁹За више погледај поднаслов: Финансијски посредник.

¹²⁶⁰Уколико се јавна понуда ХОВ, или укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште, истовремено обавља у више држава чланица, одобрени проспекат у једној држави чланица, може се користити у другим државама чланицама. Ако се емисија врши истовремено на домаће и тржиште неке друге земаље ЕУ, потребно је проспекат саставити на језику матичне државе, и језику државе у којој се врши јавна понуда, односно укључење, или на неком од језика уобичајеном за финансијско тржиште, попут енглеског. Након што регулаторно тело матичне државе одобри проспекат, у року од једног дана обавештава се *ESMA*, као и регулаторни орган државе у којој се врши јавна понуда или укључење ХОВ у трговање. Да би регулаторно тело матичне државе упутило нотификацију, потребно је уз захтев за одобрење проспекта упутирати захтев за нотификацију. Регулаторно тело стране државе, којој је послата нотификација, неће предузимати даље радње у вези са проспектом, будући да се сматра да је проспекат одобрен и у тој држави. Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 24- 27.

¹²⁶¹В. Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, стр. 116.

¹²⁶²Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

обухвата РС и НБС као емитенте.¹²⁶³ Проспект у случају ових емитената није потребно израдити, јер по правилу инвестициони ризик готово не постоји, па ни заштитни карактер проспекта, будући да они за своје обавезе гарантују буџетом. Поред заштитне, проспект има маркетиншку функцију, будући да се емисија јавно рекламира његовим објављивањем. Битно је напоменути да наше позитивно право у материји проспекта, представља рецепцију старе Директиве ЕУ о проспекту из 2003. године.¹²⁶⁴ Стога, постоје значајна одступања у односу на Уредбу из 2017. године, која је почела да се примењује у јулу 2019. године.¹²⁶⁵

6.5.1 Садржина, форма и врсте проспекта

Проспект је документ са строго утврђеним захтевима у погледу садржине и форме које је потребно испунити, како би он био одобрен од стране регулаторног тела и јавно објављен. Како је његова садржина компликована, обимна, подложна променама и зависи од врсте ХОВ која се емитује, садржинска регулација проспекта у нашем праву се врши подзаконским актима.¹²⁶⁶ Проспект увек има писмену форму, презентовану електронски или у штампаној форми, на тачно одређеним формуларима.¹²⁶⁷ У правилницима берзе, могу се прописати додатни захтеви, попут обавезног објављивања проспекта и на страном језику.

6.5.1.1 Јединствени и подељени проспект

Проспект се у погледу форме може саставити као један документ (јединствени проспект) или више посебних докумената (подељени проспект).¹²⁶⁸ Садржински се они не разликују, али је начин презентације информација другачији, као и поступак одобравања. Подељени проспект потиче из праксе САД-а (енг. *shelf registration*),¹²⁶⁹ одакле је извршена рецепција у европске правне системе. Подељени проспект се састоји из три независна дела и то документа о регистрацији (нем.

¹²⁶³Види: ЗТК, чл. 5; VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2.

¹²⁶⁴Види: R 2003/71/EG.

¹²⁶⁵Види: VO (EU) 2017/1129.

¹²⁶⁶У нашем праву се дефинише путем: Правилника о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом, а у праву ЕУ у оквиру прилога VO (EU) 2017/1129.

¹²⁶⁷За више: ЗТК, чл. 31.

¹²⁶⁸ЗТК, чл. 17, ст. 1; За садржину погледај: Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом.

¹²⁶⁹*Shelf registration* је регулисан у оквиру правила SEC (енг. *Securities Exchange Commission Rule 415 of the Securities Act of 1933*), којим је омогућено, емитентима који планирају да у периоду од две године, изврше више емисија ХОВ, да поднесу само једну пријаву проспекта (енг. *Registration Statement, Form S-3 or Form F-3*), код свих емисија, које желе да изврше, у задатом периоду.

Registrierungsformular, енг. *registration document*), документа о ХОВ (нем. *Wertpapierbeschreibung*) и скраћеног проспекта (нем. *Zusammenfassung*).¹²⁷⁰ Састављање подељеног проспекта има смисла, у случају да емитент, врши више емисија у оквиру кратког временског рока, те је у том случају документ о регистрацији акција, као садржински најзахтевнији, валидан и за емисију других ХОВ попут обвезница.¹²⁷¹ Уколико емитент врши више емисија, рецимо обвезница, користиће документ о регистрацији дужничких ХОВ, који неће моћи да се користи при емисији акција. Након одобрења, документ о регистрацији је у нашем праву валидан још дванаест месеци,¹²⁷² у ком року се може користити у свим емисијама акција, или дужничких ХОВ, уз обавезу актуелизације проспекта уколико је то потребно.

6.5.1.2 Универзални регистрациони документ

У праву ЕУ, уведена је могућност састављања универзалног регистрационог документа (енг. *universal registration document*, нем. *Einheitliche Registrierungsformular*), који замењује документ о регистрацији у случају емисије дужничких ХОВ, док се за власничке ХОВ не може користити.¹²⁷³ Он је уведен као замена за програм понуде, који је у праву ЕУ укинут, а још увек постоји у ЗТК, будући да ЗТК није усклађен са Уредбом ЕУ о проспекту. 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 за редом састави универзални регистрациони документ и он буде одобрен од стране регулаторног тела, сваке наредне године, он се може користити, након доставе, без одобравања, а регулационо тело га може контролисати, уколико сматра да је то потребно.¹²⁷⁴ Уколико емитент једне године пропусти да га поднесе, престаје његова аутоматска важност, а за његову примену без одобравања, потребно је да две године узастопно буде одобрен од стране регулаторног тела.¹²⁷⁵ Овај тип проспекта је намењен пре свега банкама приликом емисије покривених обвезница.

¹²⁷⁰ЗТК, чл. 17, ст. 2. За више о садржини документа о регистрацији и документа о ХОВ погледај: Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом („Сл. гласник РС”, бр. 89/2011, 14/2013, 14/2016, 74/2016 и 61/2020), као и пратеће прилоге. За више о садржини скраћеног проспекта погледај ЗТК, чл. 16.

¹²⁷¹К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 487.

¹²⁷²ЗТК, чл. 22, ст. 1.

¹²⁷³Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 9.

¹²⁷⁴VO (EU) 2017/1129, Art. 9, Abs. 2, UAbs. 1.

¹²⁷⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 9, Abs. 2, UAbs. 2.

6.5.1.3 Проспект за јавну понуду и проспект за укључење ХОВ у трговање

Битно је указати и на поделу, на проспект за јавну понуду и проспект за укључење ХОВ у трговање. У погледу форме, они се мало разликују, јер се користе исти обрасци у оба случаја,¹²⁷⁶ с тим да се у проспекту за укључење ХОВ поједине информације изостављају. Будући да у овом случају нема емисије ХОВ, у оквиру документа о ХОВ, изостају подаци који се односе на упис ХОВ и јавну понуду,¹²⁷⁷ док се документ о регистрацији не разликује. Такође, постоје разлике у садржини скраћеног проспекта, будући да је он резиме претходно поменути два дела проспекта, те изостају информације о упису ХОВ и јавној понуди у случају проспекта за укључење. Карактеристика иницијалне јавне понуде (енг. *initial public offering, IPO*) је, да се истовремено издаје проспект за јавну понуду и проспект за укључење ХОВ у трговање у оквиру једног документа. Наравно да је могуће да се исти и раздвоје, што ће бити случај код приватне понуде, или јавне понуде ХОВ без обавезе објављивања проспекта, која се накнадно укључује у трговање на регулисано или МТП тржиште.

6.5.1.4 Основни проспект и програм понуде

Закон разликује и основни проспект, који се саставља само у случају дужничких ХОВ и вараната, уколико су испуњени одређени услови. За њега је карактеристично да се може израдити само као јединствени проспект, будући да закон забрањује да се он издаје у подељеној форми.¹²⁷⁸ На основу ЗТК, он се може израдити код дужничких ХОВ и вараната, издатих у оквиру програма понуде, као и код покривених обвезница, које кредитне институције издају континуирано или периодично.¹²⁷⁹ Што се тиче програма понуде (нем. *Angebotsprogramm*), њега ЗТК дефинише као план који допушта понављајуће издавање дужничких ХОВ и вараната у било којем облику, сличне врсте, односно класе, кроз одређени временски оквир.¹²⁸⁰ Програм понуде се регулише у оквиру интерне одлуке емитента, при чему је заједнички именилац свих програма воља емитента да изврши емисију, оквирни опис ХОВ које треба да буду издате и временски

¹²⁷⁶Види: Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом, чл. 3.

¹²⁷⁷Види: Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом, прилог бр. 2.

¹²⁷⁸ЗТК, чл. 18, ст. 4.

¹²⁷⁹ЗТК, чл. 18, ст. 1. Иако закон не говори о покривеним обвезницама може се закључити да су управо ове ХОВ биле у виду при регулацији, будући да се наводи да се средства добијена од издавања морају пласирати у имовину, која даје довољан степен сигурности за испуњавање обавеза из ХОВ, те да у случају инсолвентности, ова средства могу бити коришћена за отплату главнице и камате.

¹²⁸⁰ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 42.

оквир за планиране емисије.¹²⁸¹ У праву ЕУ, програм понуде је након ступања на снагу Уредбе о проспекту укинут, будући да је замењен универзалним регистрационим документом,¹²⁸² а правила везана за основни просpekt су измењена. Овај тип проспекта више није везан за програм понуде, већ исти могу саставити сви емитенти који емитују и пласирају дужничке ХОВ и варанте на регулисано тржиште.¹²⁸³ Он може бити састављен и као подељени просpekt, уз могућност примене универзалног регистрационог документа.¹²⁸⁴

6.5.1.5 Упрошћени просpekt и ЕУ просpekt раста

У праву ЕУ, постоје две додатне форме проспекта скраћене садржине и то упрошћени просpekt (нем. *vereinfachter Prospekt*, енг. *simplified prospectus*) и ЕУ просpekt раста (нем. *EU Wachstumsprospekt*, енг. *EU growth prospectus*). Упрошћени просpekt 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.¹²⁸⁵ ЕУ просpekt 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.¹²⁸⁶

6.5.2 Изостављање елемената садржине проспекта и њихово попуњавање

У појединим случајевима није могуће у потпуности попунити просpekt, при подношењу захтева за одобравање, већ је у оквиру јединственог проспекта или документа о ХОВ и скраћеног проспекта, неопходно изоставити поједине информације.¹²⁸⁷ Таква ситуација се може јавити у случају примене *bookbuilding*-а и аукцијске методе утврђивања емисионе цене. ЗТК наводи да, уколико коначна цена и количина ХОВ, које ће бити предмет јавне понуде, не могу бити приказане у проспекту (енг. *preliminary prospectus, red herring prospectus*), понуђач мора унети критеријуме и услове у складу са којим ће бити утврђена коначна емисиона цена,¹²⁸⁸ односно унети

¹²⁸¹Timo Holzborn, *et. all, WpPG Kommentar–Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften*, Berlin, 2014, S. 229.

¹²⁸² Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 9.

¹²⁸³VO (EU) 2017/1129, Art. 8, Abs. 8.

¹²⁸⁴VO (EU) 2017/1129, Art. 8, Abs. 6.

¹²⁸⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 14, Abs. 1.

¹²⁸⁶VO (EU) 2017/1129, Art. 15, Abs. 1.

¹²⁸⁷Информације изостају у јединственом просpektу, документу о ХОВ и скраћеном просpektу, док се то не дешава у документу о регистрацији.

¹²⁸⁸За више погледај поднаслов: Утврђивање емисионе цене методом *bookbuilding*-а.

највиши износ коначне цене у понуди¹²⁸⁹ и утврдити критеријуме на основу којих ће бити утврђен коначни број понуђених ХОВ.¹²⁹⁰ Закон прописује, да уколико понуђач не поступи на претходно описани начин, он мора омогућити инвеститору да одустане од уписа, односно куповине ХОВ, у року од два дана, од дана објаве коначне цене и броја понуђених ХОВ.¹²⁹¹ Идентично решење у погледу претходних правила постоји и у упоредном праву ЕУ.¹²⁹² Разлог за овакво регулисање, налази се у томе да, инвеститори морају бити у позицији, да провере да ли је емисиона цена исправно израчуната.¹²⁹³ Код утврђивања највишег износа емисионе цене у проспекту, у случају аукцијске методе или *bookbuilding*-а, сам инвеститор исту утврђује, при чему емисиона цена, готово никада неће бити већа од ове цене, па инвеститори неће бити оштећени. Број ХОВ које се емитују је од значаја, будући да већи број ХОВ утиче на страну понуде, а мањи на страну потражње, па последично и на курс ХОВ након емисије. Повећан број ХОВ, може бити последица примене *stand by* покровитељства са *call* опцијом. Примена мера стабилизације не утиче на укупан број ХОВ које се емитују, будући да се ове мере предузимају након емисије, а не користе се ни ХОВ из емисије, већ позајмљене ХОВ или ХОВ купљене на тржишту капитала.

Након што изостављени елементи буду познати, они се морају јавно објавити на начин, на који се објављује проспект и проследити надлежном регулаторном телу.¹²⁹⁴ Врши се истовремено *ad hoc* информисање и достављање података регулаторном телу,¹²⁹⁵ с тим да је специфичност нашег система, да КХОВ о достављеним подацима одлучије у року од седам дана од дана достављања.¹²⁹⁶ Наш закон у овом случају уводи обавезу допуне проспекта, поред тога што је већ извршено *ad hoc* информисање и јавност обавештена, што свакако није целисходно. У упоредном праву није потребно вршити актуелизацију проспекта у овом случају, будући да се на тај начин само непотребно одуговлачи поступак емисије, што може имати и утицај на цену ХОВ. Проблематично је то што, КХОВ не контролише проспект у погледу тачности

¹²⁸⁹За више погледај поднаслов. Аукцијско утврђивање емисионе цене.

¹²⁹⁰ЗТК, чл. 21, ст. 1, тач. 1.

¹²⁹¹ЗТК, чл. 21, ст. 1, тач. 1.

¹²⁹²Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 17.

¹²⁹³Carsten Berrar, Andreas Meyer, Cordula Müller, *et. all*, *Frankfurter Kommentar WpPG un EU-ProspektVO*, Frankfurt am Mein, 2017, S. 264.

¹²⁹⁴ЗТК, чл. 21, ст. 2; VO (EU) 2017/1129, Art. 17, Abs. 2.

¹²⁹⁵Разлика у односу на инсајдерске информације је у томе, да се оне не достављају регулаторном телу по сили закона, већ се то чини само изузетно и то на захтев самог тела.

¹²⁹⁶ЗТК, чл. 21, ст. 5.

наведених чињеница,¹²⁹⁷ већ само у погледу формалне усклађености са законом и подзаконским актима, стога је нејасно због чега је потребно поновно одобравање проспекта. Дакле, одобравање проспекта је неопходно и поред тога што се ради о једној појединачној информацији, чија објава не може садржински нарушити просpekt.

Осим претходно поменутог случаја, када се информације не објављују, будући да исте не постоје у тренутку подношења захтева за одобрење проспекта, постоји могућност да се у законом предвиђеним случајевима ускрати објављивање информација, које су познате у тренутку подношења захтева. ЗТК наводи да КХОВ може дозволити, на захтев издаваоца или понуђача, да одређени подаци које просpekt мора садржати буду изостављени, уколико би објављивање таквих података било у супротности са јавним интересом или би могло нанети несразмерну штету емитенту, под условом да овакво поступање не би довело јавност у заблуду у погледу објективне процене емитента, понуђача, гаранта или ХОВ на које се просpekt односи, као и када су такви подаци од незнатног значаја.¹²⁹⁸ Први случај би се односио на поједине информације о емитентима и њиховим производима од значаја за националну безбедност,¹²⁹⁹ што не мора нужно бити везано за емитенте из војног сектора, већ и на телекомуникационе компаније. Други случај је везан за осетљиве информације које треба заштити, како не би били угрожени изгледи компаније на развој¹³⁰⁰ и ту се ради не само о информацијама које непосредно откривају индустријске тајне, него и оне које посредно могу довести до тога. Последњи случај је везан за информације, за које емитент не може да процени да ли су довољно битне да би биле објављене, а да би се ослободио одговорности, он може тражити дозволу КХОВ да их не објави.

6.5.3 Временско важење проспекта

Емисија ХОВ у случају јавне понуде, може се извршити тек након одобравања проспекта и то у ограниченом времену важења проспекта. Решења везана за временско важење, у нашем праву су делимично усклађена са позитивним правом ЕУ, будући да нису имплементирана решења из тренутно важеће уредбе.¹³⁰¹ Стање у нашем законодавству је идентично, са старијим правом ЕУ¹³⁰² и решењима која су постојала у

¹²⁹⁷ЗТК, чл. 19, ст. 6.

¹²⁹⁸ЗТК, чл. 21, ст. 3; VO (EU) 2017/1129, Art. 18, Abs. 1.

¹²⁹⁹C. Bergar, A. Meyer, C. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 275.

¹³⁰⁰*Ibidem.*

¹³⁰¹Види: VO (EU) 2017/1129, Art. 12.

¹³⁰²Види: R 2003/71/EG, Art. 9.

СРН до средине 2019. године, када је ова земља своје законодавство ускладила са поменутом уредбом.¹³⁰³

ЗТК предвиђа да је проспект за упућивање јавне понуде, или укључење у трговање на регулисано, односно МТП тржиште, валидан у периоду од 12 месеци након објављивања, под условом да је исти актуелизован, уколико је то потребно.¹³⁰⁴ Временско важење проспекта, од посебног је значаја у случају подељеног проспекта, будући да се документ о регистрацији може користити у више различитих емисија ХОВ. Јединствени проспект, може се користити у само једној емисији ХОВ, такође и документ о ХОВ и скраћени проспект, који се морају посебно одобрити за сваку емисију, без обзира што се користи исти документ о регистрацији. У позитивном праву ЕУ, проспект, био јединствен или подељен, важи годину дана, од дана одобравања,¹³⁰⁵ с тим да истек важности документа о регистрацији или универзалног регистрационог документа који је саставни део проспекта, нема утицај на важност самог проспекта,¹³⁰⁶ будући да се важност проспекта рачуна од дана одобравања документа о ХОВ.¹³⁰⁷

При емисији дужничких ХОВ и вараната на основу програма понуде,¹³⁰⁸ предвиђено је да се саставља основни проспект који важи 12 месеци,¹³⁰⁹ без обзира што програм понуде може трајати много дуже. Дакле, за сваку годину трајања програма понуде, мора се израдити засебан основни проспект. Међутим, код основног проспекта, који се саставља при издавању покривених обвезница, претходно поменуто правило не важи, будући да у овом случају, основни проспект важи све док се ХОВ на које се исти односи, издају континуирано или периодично,¹³¹⁰ с тим да се мора вршити актуелизација.¹³¹¹ Будући да је у позитивном праву ЕУ укинут програм понуде и исти замењен са универзалним регистрационим документом, претходно поменуто регулатива више не постоји. Идентичан изузетак је раније постојао у праву СРН и ЕУ,¹³¹² а разлог за његово увођење је био, да у праву ЕУ пре 2003. није постојала обавеза састављања проспекта у овом случају, а да би се банкама олакшао прелазак на

¹³⁰³Исти законски текст је постојао у праву СРН до 21.07.2019. године, када је целокупан WpPG измењен.

¹³⁰⁴ЗТК, чл. 22, ст. 1.

¹³⁰⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 12, Abs. 1.

¹³⁰⁶VO (EU) 2017/1129, Art. 12, Abs. 2, UAbs. 2; VO (EU) 2017/1129, Art. 12, Abs. 3, UAbs. 2.

¹³⁰⁷VO (EU) 2017/1129, Art. 12, Abs. 1, UAbs. 2.

¹³⁰⁸Види: ЗТК, чл. 18, ст. 1, тач. 1.

¹³⁰⁹ЗТК, чл. 22, ст. 2.

¹³¹⁰ЗТК, чл. 22, ст. 3. Наш ЗТК овај тип емисије назива понављајућим издавањем ХОВ. Види: ЗТК, чл. 2 ст. 1, тач. 41.

¹³¹¹ЗТК, чл. 33, ст. 6.

¹³¹²R 2003/71/EG, Art. 9, Abs. 1, Nr. 3. Ово решење је било предвиђено до законске промене WpPG из 2019. године, у оквиру WpPG, Par. 9, Abs. 3.

обавезно састављање проспекта, будући да је овај тип емисије најчешћи, усвојено је овакво решење.¹³¹³

6.5.4 Обавеза актуелизације проспекта

Како би проспект био валидан, он мора бити актуелизован. Стога, уколико у периоду од одобравања проспекта, до окончања јавне понуде ХОВ, односно тренутка укључења ХОВ на тржиште капитала, настане значајна нова чињеница, утврди се постојање битне грешке или непрецизности у вези са информацијама из проспекта, емитент је дужан да одмах сачини додатак проспекту.¹³¹⁴ Обавеза актуелизације проспекта, осим у претходно поменутом периоду емисије, постоји и у току целокупног времена важења проспекта.¹³¹⁵ Најчешће се актуелизацији приступа пре саме јавне понуде ХОВ, будући да проспект може важити и 12 месеци, те у овом периоду може доћи до промена.

Закон наводи, да обавеза актуелизације, осим емитента терети и понуђача,¹³¹⁶ као лице које нуди ХОВ емитента, односно упућује јавну понуду ових ХОВ.¹³¹⁷ Дакле, понуђач је финансијски посредник, односно агент или покровитељ, који нуди потенцијалним улагачима склапање купопродајног уговора.¹³¹⁸ Ова лица имају обавезу да саставе додатак проспекту и доставе га КХОВ на одобравање. Други адресати обавеза по основу проспекта, не могу вршити актуелизацију, а уколико је рецимо ревизор, аналитичар или друго стручно лице начинило грешку при изради проспекта, оно неће моћи затражити актуелизацију, већ то може учинити само емитент и понуђач.

У случају подељеног проспекта, актуелизација документа о регистрацији може бити извршена на два начина и то путем израде и одобравања додатка проспекта, или путем актуелизације података у оквиру документа о регистрацији. Уколико се објављује јединствени проспект, тада се актуелизација мора вршити путем додатка проспекта. Код подељеног проспекта, документ о регистрацији се најчешће актуелизује на тај начин што се у оквиру документа о ХОВ, укључују информације које би иначе морале бити садржане у додатку проспекта.¹³¹⁹ Оваква могућност је уведена, будући да се код подељеног проспекта накнадно мора одобрити документ о ХОВ и скраћени

¹³¹³T. Holzborn, *et. all, op. cit.*, S. 1066.

¹³¹⁴ЗТК, чл. 33, ст. 1.

¹³¹⁵ЗТК, чл. 22, ст.1.

¹³¹⁶ЗТК, чл. 33, ст. 1.

¹³¹⁷ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 39.

¹³¹⁸T. Holzborn, *et. all, op. cit.*, S. 117.

¹³¹⁹ЗТК, чл. 25, ст. 2.

проспект, те је нерационално актуелизацију документа о регистрацији вршити путем додатка проспекта. Наравно, документ о регистрацији може бити допуњен и путем додатка проспекта, али се поставља питање да ли је то увек рационално, с обзиром на дужину временског важења проспекта.

Додатак проспекта се након израде мора доставити КХОВ, која има рок од седам дана од дана пријема захтева да одлучи, да ли су испуњени услови за одобравање.¹³²⁰ Овај рок је краћи од уобичајеног рока за одлучивање, будући да овај поступак мора бити хитан, јер је већ почео упис, односно продаја ХОВ. Управо због ове хитности, додатак проспекта се након одобравања мора објавити већ првог наредног радног дана, на исти начин на који је и проспект објављен.¹³²¹ Он мора садржати и обавештење о праву инвеститора да могу одустати од куповине или уписа ХОВ, на које се односи додатак, и то у року који ће додатком проспекта бити одређен, а који не може бити краћи од два радна дана, од дана објављивања.¹³²²

У случају проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисано и МТП тржиште, који није истовремено и проспект за јавну понуду, претходно поменута могућност одустанка од куповине није остварива. Овде не постоји упис или купопродаја ХОВ, те последично не може доћи ни до одустајања, па овај члан није баш најпрецизније регулисан. Уколико пропуст у току укључења ХОВ у трговање буде уочен од стране КХОВ, она може наложити емитенту да изврши актуелизацију проспекта и обустави укључење ХОВ на најдуже 10 узастопних радних дана.¹³²³ Ако емитент не поступи у складу са налогом КХОВ, поред обуставе, емитент може бити кажњен,¹³²⁴ а проспект поништен,¹³²⁵ због чега неће бити испуњени услови за укључење у трговање на регулисано или МТП тржиште.¹³²⁶

6.5.5 Поступак одобрења објављивања проспекта и његово објављивање

Након што се састави одговарајући проспект, на унапред утврђеном формулару,¹³²⁷ исти се уз остале прилоге доставља КХОВ, уз захтев за одобрење

¹³²⁰ЗТК, чл. 33, ст. 3.

¹³²¹ЗТК, чл. 33, ст. 3.

¹³²²ЗТК, чл. 33, ст. 5.

¹³²³Види: ЗТК, чл. 43.

¹³²⁴ЗТК, чл. 275, ст. 3.

¹³²⁵ЗТК, чл. 43, ст. 4.

¹³²⁶ЗТК, чл. 127, ст. 3; ЗТК, чл. 128.

¹³²⁷Види: Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом.

проспекта.¹³²⁸ Захтев за одобрење објављивања проспекта за јавну понуду ХОВ подноси емитент или понуђач, док у случају проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисаном и МТП тржишту, то чини искључиво емитент.¹³²⁹ Закон прописује да се уз претходно описане захтеве доставља одлука о издавању ХОВ, односно о укључењу у трговање, уз додатне информације које се достављају регулисаном, односно МТП тржишту, на које се захтева укључење у трговање,¹³³⁰ јединствени или подељени проспект, оснивачки акт и статут емитента, сагласност надлежног органа, ако је законом одређено да је издавање ХОВ дозвољено само уз претходну сагласност, акт о испуњавању услова за укључивање ХОВ на регулисано, односно МТП тржиште¹³³¹ и осталу документацију прописану актом КХОВ.¹³³²

КХОВ одлучује о примљеном захтеву у року од 10 дана, уколико су ХОВ емитента већ укључене у трговање, односно у року од 20 дана, уколико ХОВ нису укључене.¹³³³ Уколико КХОВ не донесе решење о одобрењу објављивања проспекта у прописаном року, сматраће се да је захтев одбијен,¹³³⁴ те проспект неће моћи да се објави. Ако проспект није сачињен у складу са одредбама ЗТК и актима донетим на основу њега, или је достављена непотпуна документација, КХОВ о томе обавештава емитента и тражи исправку или допуну документације.¹³³⁵ Осим решења о одобравању објављивања проспекта, КХОВ може донети закључак о одбацивању захтева¹³³⁶ и решење о одбијању захтева.¹³³⁷

¹³²⁸Садржина захтева за одобрење проспекта и потребни прилози регулисани су у Правилнику о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом.

¹³²⁹ЗТК, чл. 26, ст. 1 и 2.

¹³³⁰Додатне информације које се достављају уз захтев су регулисане Правилником о листингу Београдске берзе а.д. Београд и Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд.

¹³³¹У овом случају постоји неусклађеност, будући да правилници Београдске берзе не садрже одредбе, на основу којих би се могао издати овакав акт. Види: Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд и Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд.

¹³³²ЗТК, чл. 26, ст. 3.

¹³³³ЗТК, чл. 27, ст. 3 и 4.

¹³³⁴ЗТК, чл. 27, ст. 6.

¹³³⁵ЗТК, чл. 27, ст. 5.

¹³³⁶КХОВ закључком одбацује захтев за одобрење објављивања проспекта, ако је захтев поднело неовлашћено лице, ако је сам захтев непотпун, а подносилац није у остављеном року допунио захтев, уколико није прибављена обавезна сагласност надлежног органа за емисију, а сагласност је потребна, потом ако није прибављена потврда да је регулисано, односно МТП тржиште спремно да укључи ХОВ у трговање, уколико је захтев поднесен у ту сврху, (Као што је раније већ наведено акта берзе не предвиђају у својим правилницима поступак за издавање оваквог акта.) ако обавезне накнаде, прописане тарифником КХОВ, нису плаћене, те уколико нису испуњене друге претпоставке за вођење поступка. (Види: ЗТК, чл. 28.)

¹³³⁷Решење о одбијању захтева за одобрење објављивања проспекта, доноси се уколико, проспект, или информације достављене уз захтев нису у складу са захтевима прописаним ЗТК, или актима КХОВ, а подносилац их није у остављеном року допунио, проспект садржи информације које су значајно

Након што је захтев позитивно решен, мора се приступити објављивању проспекта. Емитент, односно понуђач, дужан је да у року од 15 дана, од дана пријема решења о одобравању објављивања проспекта, али не касније од почетка јавне понуде, објави проспект, те да достави примерак објаве КХОВ.¹³³⁸ ЗТК предвиђа, да рок за почетак уписа и уплате ХОВ, почиње најкасније у року од 15 дана, од дана пријема решења о одобрењу објављивања проспекта.¹³³⁹ Дакле, почетак уписа се поклапа са објавом проспекта. Када се проспект односи на јавну понуду акција, које нису укључене на регулисано, односно МТП тржиште и чије укључење се захтева први пут, проспект треба да буде доступан јавности, најкасније шест радних дана пре истека рока понуде.¹³⁴⁰ У овом случају постоји колизија, будући да на основу претходно поменутог правила, упис и продаја ХОВ може почети пре објаве проспекта, што ЗТК у другом члану забрањује.¹³⁴¹ Проспект треба да има заштитну функцију, јер омогућава инвеститорима да донесу инвестициону одлуку, што овде није случај. Додатну конфузију уводи правило, да ће се решење о одобрењу објављивања проспекта сматра ништавим, уколико издавалац не испоштује претходно описано правило од 15 дана рока.¹³⁴² Претходно описана правила су имплементирана из раније важећег права ЕУ, с том разликом да исто није садржало решење да ће проспект бити ништав.¹³⁴³ Увођењем правила о ништавости, ЗТК је постао контрадикторан. У позитивном праву ЕУ, прихваћено је правило да јавна понуда не може почети пре но што буде објављен просект.¹³⁴⁴

Проспект мора бити објављен у једном, или више штампаних медија, општег или финансијског садржаја, који се дистрибуира на целој територији РС, без накнаде стављен на располагање јавности, у службеним просторијама регулисаног, односно МТП тржишта, у седишту емитента и финансијског посредника, те у електронском облику на интернет страници емитента, регулисаног, односно МТП тржишта и

погрешне, нетачне, доводе у заблуду или су изостављене значајне чињенице, што за последицу има погрешно, нетачно, или обмањујуће информисање инвеститора, а подносилац их није у остављеном року допунио, уколико је КХОВ емитенту изрекла неку од надзорних мера, а издавалац није поступио у складу са изреченом мером, ако подаци из проспекта нису у складу са одлуком емитента о издавању ХОВ, њиховом укључењу у трговање, или ти подаци нису у сагласности са другим подацима, које је потребно доставити уз захтев, када се проспект односи на јавну понуду ХОВ, а одлука надлежног органа емитента о издавању ХОВ је ништавна, или стављена ван снаге, те уколико је над емитентом покренут поступак стечаја. (Види: ЗТК, чл. 29.)

¹³³⁸ЗТК, чл. 30, ст. 1.

¹³³⁹ЗТК, чл. 34, ст. 3.

¹³⁴⁰ЗТК, чл. 30, ст. 2.

¹³⁴¹Види: ЗТК, чл. 34, ст. 1.

¹³⁴²ЗТК, чл. 30, ст. 3.

¹³⁴³R 2003/71/EG, Art. 14, Abs. 1.

¹³⁴⁴VO (EU) 2017/1129, Art. 3, Abs. 1 und 3.

финансијског посредника.¹³⁴⁵ Наредног дана, од дана објављивања проспекта, мора се у најмање једном дневном листу објавити обавештење о томе, на који начин је проспект стављен на располагање јавности, са информацијом о томе где га је могуће добити, о чему се обавештава и КХОВ.¹³⁴⁶ С друге стране, сама КХОВ мора на својој интернет страници, објавити сва решења о одобрењу објављивања проспекта, донета у последњих 12 месеци, или најмање њихов списак, на који начин су проспекти стављени на располагање јавности и где их је могуће добити.¹³⁴⁷ Ако се проспект састоји из више делова, документ о регистрацији се након одобравања може самостално објавити, или заједно са одобреним документом о ХОВ и скраћеним проспектом.¹³⁴⁸

6.5.6 Изузеци у примени обавеза везаних за проспект

Проспект се објављује у два случаја и то код јавне понуде ХОВ и код укључења ХОВ у трговање на регулисаном, или МТП тржишту. ЗТК установљава изузетке од обавезе објављивања проспекта, због појединих карактеристика емитента или саме емисије ХОВ. Изузеци су прописани за оба типа проспекта засебно. Најчешће се са јавном понудом ХОВ истовремено врши укључивање ХОВ у трговање, те се саставља један проспект. Тада је потребно да постоји изузетак од обавезе објављивања за оба типа проспекта, да би изостала обавеза објављивања. Уколико се емисија ХОВ нуђених јавном понудом пласира на ОЦ тржиште, тада ће се састављати само проспект за јавну понуду, што је најчешће случај код дужничких ХОВ. Уколико се ради о приватној емисији или јавној емисији ХОВ ослобођеној од обавезе објављивања проспекта за јавну понуду, а такве ХОВ се укључују у трговање на регулисано или МТП тржиште, тада се мора саставити проспект за укључење, осим уколико постоји изузетак и у овом случају.

6.5.6.1 Емитенти изузети од примене целог закона или дела закона којим се регулише проспект

У погледу појединих емитената, који могу вршити јавну понуду ХОВ и укључење емитованих ХОВ у трговање на регулисаном или МТП тржишту, ЗТК се не примењује, већ одговарајући *lex specialis*. На РС и НБС не примењује се целокупан ЗТК, док се у погледу емитената, на које се примењује Закон о осигурању¹³⁴⁹ или Закон

¹³⁴⁵ЗТК, чл. 31, ст. 1.

¹³⁴⁶ЗТК, чл. 31, ст. 4 и 5.

¹³⁴⁷ЗТК, чл. 31, ст. 6.

¹³⁴⁸ЗТК, чл. 31, ст. 8.

¹³⁴⁹Закон о осигурању („Сл. гласник РС“, бр. 139/2014).

о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације¹³⁵⁰, не примењују само правила о проспекту.¹³⁵¹ Аутономне покрајине и јединице локалне самоуправе нису ослобођене обавезе објаве проспекта, при емисији својих дужничких ХОВ.

У упоредном праву је нешто шири круг лица, на чије ХОВ се не примењују прописи о проспекту. У праву ЕУ се наводи да се правила везана за просpekt не примењују у случају дужничких ХОВ које су издате од стране државе чланице ЕУ, територијалне организације такве државе, међународних организација јавног права којима припада барем једна од држава чланица ЕУ, Европске централне банке и централних банака држава чланица.¹³⁵² Међутим, државе које се налазе ван ЕУ нису ослобођене ове обавезе, те РС приликом емисије *eurobond*-а мора саставити просpekt. Ослобођење постоји и за емитенте, за које гарантује држава чланица ЕУ, или територијална организација такве државе¹³⁵³ Ослобођење у случају гаранције је разумљиво, будући да дужник добија бонитет лица које гарантује, дакле државе, односно њене територијалне организације. Оваква могућност не постоји у праву РС, али би је требало свакако увести. Од обавеза везаних за просpekt изузети су и кредитни институти, у случају емисија дужничких ХОВ које се издају у континуитету, или периодично, са агрегатном понудом на нивоу ЕУ мањом од 75 милиона евра, у року од 12 месеци, уколико нису субординисане, замењиве или везане за неки дериват.¹³⁵⁴ Ово ослобођење односи се пре свега на покривене обвезнице, где је оправдано увести овакво ослобођење, будући да је овај вид ХОВ изузетно сигуран, а до 2003. године није ни постојала обавеза да се у овом случају израђује просpekt, без обзира на вредност емисије. Наравно, претходно поменути лица могу добровољно објавити просpekt.¹³⁵⁵

6.5.6.2 Јавне понуде ХОВ изузете од обавезе објављивања проспекта

Обавеза објављивања проспекта за јавну понуду ХОВ постоји независно од тржишта на које ће се вршити пласман, па чак и на ОТЦ тржиште, уколико постоји јавна понуда ХОВ. ЗТК јавну понуду ХОВ дефинише као свако обавештење, дато у било ком облику или путем било ког средства, а које даје довољно података о условима

¹³⁵⁰Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације ("Сл. гласник РС", бр. 123/2007, 30/2010, 115/2014 и 112/2015).

¹³⁵¹ЗТК, чл. 5, ст. 1 и 2.

¹³⁵²VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. b.

¹³⁵³VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

¹³⁵⁴VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 4, Sublit. j; VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 5, Sublit. i.

¹³⁵⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 4, Abs. 1.

понуде и ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ХОВ, а јавном понудом се сматра понуда и продаја ХОВ преко финансијског посредника, односно покровитеља или агента.¹³⁵⁶ Дакле, јавна понуда постоји уколико се на било који начин јавност позове на куповину или упис ХОВ. Приватна понуда постоји у случају када је круг инвеститора унапред познат, а у овом случају није потребно састављања проспекта.¹³⁵⁷

ЗТК по угледу на право ЕУ сврстава изузетке у неколико група и то с обзиром на карактеристике инвеститора, број инвеститора, вредност инвестиције, номиналну вредност ХОВ, укупну вредност емисије, промене номиналне вредности акција, повезивање АД, статусне промене спајања, повећања основног капитала из нето имовине друштва и условног повећања основног капитала.

Уколико је понуда упућена само квалификованим инвеститорима, емитента неће теретити обавезе везане за проспект,¹³⁵⁸ будући да се сматра да ови инвеститори имају довољно знања, искуства и информација, те стога није потребно састављати проспект. Под квалификованим инвеститорима¹³⁵⁹ сматрају се правна лица која су добила дозволу за рад на финансијском тржишту, од КХОВ или НБС, попут банака, брокерско-дилерских друштава, осигуравајућих друштава, дилера продуктивних берзи, затворених и отворених инвестиционих фондова, пензионих фондова, те друштва за управљање истима.¹³⁶⁰ Овај статус имају и РС, аутономне покрајине и јединице локалне самоуправе, као и стране државе или национална и регионална тела, НБС и централне банке страних држава, међународне и наднационалне институције, као што су ММФ, Европска централна банка, Европска инвестициона банка и друге сличне међународне организације.¹³⁶¹ На основу закона овај статус имају и велика привредна друштва,¹³⁶² док КХОВ статус квалификованог инвеститора може одобрити средњим привредним

¹³⁵⁶ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37.

¹³⁵⁷ЗТК под јавну понуду подводи повећање основног капитала из нето имовине друштва, условно повећање основног капитала ради остваривања права запослених, директора, чланова надзорног одбора и са њима повезаних лица, на куповину акција друштва, емисију која се врши ради спајања привредних друштава или као начин плаћања у понуди за преузимање, поред тога што у овим случајевима не постоји јавна понуда акција. За више погледај поднаслов: Емисија ХОВ нуђених јавном и приватном понудом.

¹³⁵⁸ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 1.

¹³⁵⁹На нивоу ЕУ, квалификовани инвеститори се дефинишу на исти начин, с тим да су различити критеријуми за сврставање великих правних лица у ову категорији, као и критеријуми за средња привредна друштва и физичка лица да би постали квалификовани инвеститори. За више: R 2014/65/EU, Anhang II.

¹³⁶⁰ЗТК, чл. 14, ст. 1, тач. 1.

¹³⁶¹ЗТК, чл. 14, ст. 1, тач. 2.

¹³⁶²ЗТК, чл. 14, ст. 1, тач. 3.

друштвима, као и физичким лицима, уколико имају велику вредност свог портфолиа, потребну учесталост у трговању, као и одговарајуће радно искуство.¹³⁶³

Проспект се неће објављивати и у случају понуде, која је упућена физичким или правним лицима у РС, чији број не може бити већи од 100, а који нису квалификовани инвеститори.¹³⁶⁴ Ово решење је преузето из раније ЕУ регулативе, док је тренутно у њиховом праву број инвеститора повећан на 150.¹³⁶⁵ Резон за увођење овог изузетка је да је састављање проспекта нецелисходно, будући да постоји мали круг инвеститора, те се оваква емисија може сматрати изједначеном са приватном.¹³⁶⁶

Вредност инвестиције је још један критеријум за ослобођење од обавеза везаних за проспект, будући да закон наводи да су од ових обавеза ослобођене понуде упућене инвеститорима, који ће за уписане ХОВ уплатити износ од најмање 50.000,00 € у РСД противвредности по инвеститору, за сваку појединачну понуду.¹³⁶⁷ У упоредном праву је могуће ХОВ емитовати као појединачне ХОВ (нем. *Einzelkunde*) и збирне ХОВ (нем. *Sammelkunden, Globalkunden*)¹³⁶⁸, те је могуће „спаковати“ у једну збирну ХОВ више ХОВ, тако да оне дају довољну вредност за примену изузетка. Овакав изузетак је срачунат на то да улагаче који у овако великим износима инвестирају, као професионални улагачи, или квази професионални, није потребно посебно законски заштити, будући да они на неки други начин могу стећи потребне информације о нуђеним ХОВ.¹³⁶⁹ Исти резон се примењује и код изузећа, с обзиром на номиналну вредност ХОВ. У овом случају закон прописује да изузетак постоји код јавних понуда ХОВ, чија појединачна номинална вредност износи најмање 50.000,00 € у РСД противвредности.¹³⁷⁰ Разлика у односу на ЕУ право и у једном и у другом случају је у цензусу који је дигнут на 100.000,00 €. ¹³⁷¹ Битно је навести да су оба случаја у пракси везана за дужничке ХОВ, с тим да би се теоријски могло замислити да се примењују на акције, али би то тржишно било у потпуности нецелисходно, јер би такве акције било тешко продати.

¹³⁶³ЗТК, чл. 14, ст. 2.

¹³⁶⁴ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 2.

¹³⁶⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 4, Sublit. b.

¹³⁶⁶C. Bergar, A. Meyer, C. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 109.

¹³⁶⁷ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 3.

¹³⁶⁸За више погледај поднаслов: Акције.

¹³⁶⁹C. Bergar, A. Meyer, C. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 112.

¹³⁷⁰ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 4.

¹³⁷¹VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 4, Sublit. c und d.

Још један разлог за искључење обавезе је критеријум укупне вредности емисије, а за њега ЗТК наводи да се примењује код понуда са укупном накнадом за ХОВ која је мања од 100.000,00 € у РСД противвредности, при чему се овај износ рачуна током периода од 12 месеци.¹³⁷² Критеријум за установљавање овог изузетка је да због ниске вредности емисије није целисходно објављивати проспекат, јер не постоји јавни интерес који би се објављивањем проспекта штитио. У праву ЕУ се као цензус узима вредност од 1.000.000,00 €, при чему је остављена могућност државама чланицама да другачије регулишу овај изузетак.¹³⁷³ СРН користећи ову могућност, установљава изузетак за емисије веће од 100.000,00 €, а мање од 1.000.000,00 €, у којем се наводи да, уколико емитент жели да користи ову могућност, он мора саставити информациони лист (нем. *Wertpapier-Informationsblatt*) који се мора поднети на одобрење *Bafin*-у.¹³⁷⁴

Следећи изузетак тиче се издавања нових акција, ради промене номиналне вредности већ издатих акција, уколико издавање таквих нових акција, не подразумева повећање основног капитала друштва.¹³⁷⁵ Изузетак се односи на повећање и смањење номиналне вредности акција, да би се АД омогућило да утиче на тржишну конкурентност својих ХОВ.

Закон предвиђа да постоји изузетак у случају повезивања АД, јер наводи да се не израђује проспекат у случају јавне понуде ХОВ, које се нуде као начин плаћања у понуди за преузимање и то путем понуде за замену, под условом да за те ХОВ постоји документ са подацима које КХОВ сматра еквивалентним подацима из проспекта, узимајући у обзир одредбе закона којим уређује преузимање АД.¹³⁷⁶ Дакле, изузетак је везан само за замену акција, два или више АД, у циљу повезивања. Поред тога што се не израђује проспекат, он фактички постоји, будући да је КХОВ већ одобрила понуду за преузимање АД са свим подацима из проспекта.¹³⁷⁷

Надаље се предвиђа, да не постоје обавезе везане за проспекат код ХОВ које се нуде, додељују или ће бити додељене, у вези са спајањем друштава, под условом да за те ХОВ постоји документ са подацима које КХОВ сматра еквивалентним подацима из

¹³⁷²ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 5.

¹³⁷³VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 3.

¹³⁷⁴WpPG, Art. 4, Abs. 1.

¹³⁷⁵ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 6.

¹³⁷⁶ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 7. Закон користи назив јавна понуда, иако се у овом случају ради о приватној понуди, будући да се ХОВ нуде унапред одређеним лицима.

¹³⁷⁷ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 3; ЗПАД, чл. 13.

проспекта, узимајући у обзир одредбе закона који уређује привредна друштва.¹³⁷⁸ Иако КХОВ не одобрава проспект, све информације из проспекта морају бити садржане у уговору о спајању, а који се мора доставити КХОВ на одобравање.¹³⁷⁹ Овај изузетак може бити коришћен при статусној промени спајања, поделе уз припајање и издвајања уз припајање.

Обавезе везане за проспект, не постоје ни у случају повећања основног капитала из нето имовине друштва, будући да се предвиђа да се проспект не објављује код емисије акција које се нуде, додељују или ће бити додељене без накнаде постојећим акционарима, или као дивиденде исплаћене у виду акција исте класе, као и акције у вези са којима су дивиденде исплаћене, под условом да постоји документ са подацима о броју и правима из акција, као и разлозима и детаљима у вези са понудом.¹³⁸⁰ У овом случају се ради о приватној емисији, будући да је круг инвеститора ограничен на постојеће акционаре, па не постоји потреба да се објављује проспект.

Проспект се не објављује ни у случају када се нуде ХОВ емитента, чије су ХОВ укључене на регулисано, односно МТП тржиште или ХОВ друштва које је повезано са емитентом, а које нуди или ће понудити ХОВ садашњим, или бившим члановима управе или запосленима, под условом да постоји документ са подацима о броју и природи ХОВ, као и разлозима и детаљима везаним за понуду.¹³⁸¹ Дакле, ради се о врсти условног повећања основног капитала коју законодавац сврстава у јавну понуду, иако се фактички ради о приватној понуди ХОВ. Преостали видови условног повећања основног капитала, односно конверзија замењивих обвезница и вараната, нису обухваћени, јер не постоји јавна понуда, већ је иста ограничена на унапред одређен круг лица. Сви видови условног повећања основног капитала, обухваћени су као изузетак и у случају проспекта за укључење у трговање на регулисано или МТП тржиште.

6.5.6.3 Изузеци од обавезе објављивања проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште

Законске изузетке од објављивања проспекта за укључење можемо поделити на две групе, с обзиром на број акција које се укључују у трговање и разлог за укључивање

¹³⁷⁸ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 8.

¹³⁷⁹ЗТК, чл. 41, ст. 1; ЗПАД, чл. 13.

¹³⁸⁰ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 9.

¹³⁸¹ЗТК, чл. 12, ст. 1, тач. 10.

у трговање. Што се тиче броја акција, чије се укључење тражи, неће постојати обавеза састављања проспекта, уколико емитоване акције у току периода од 12 месеци, чине мање од 10% од укупног броја акција исте класе, које су већ укључене у трговање на исто регулисано, односно МТП тржиште.¹³⁸² Уколико је повећање основног капитала новим улозима мање од претходно поменутог, неће се састављати проспект за укључење. Оваква регулација постојала је и у ранијем праву ЕУ, међутим сада је граница подигнута на 20%.¹³⁸³ Овај изузетак се може искористити код повећања основног капитала новчаним или неновчаним улогом, емисијом акција у поступку приватне понуде.

Изузетке везане за обавезу објављивања проспекта у случају укључивања ХОВ у трговање, можемо поделити на случајеве промене номинале акција, повезивање АД, спровођења статусне промене спајања, повећања основног капитала из нето имовине друштва и условног повећања основног капитала. Сви претходно поменути разлози постоје и у случају проспекта за јавну понуду ХОВ, те постоји подударност, стога се неће објављивати ни један проспект ако су ови услови испуњени. Исти изузеци су у нешто измењеном облику предвиђени и у позитивном праву ЕУ, с тим да постоје и неки додатни.¹³⁸⁴

Да би био испуњен изузетак везан за промену номиналне вредности акције, не може доћи до повећања основног капитала емитента.¹³⁸⁵ Ово се дешава у случају повећања номиналне вредности акција, уз смањење укупног броја акција и код смањења номиналне вредности издатих акција, уз повећање броја акција (случај спајања и поделе акција).¹³⁸⁶ У овом случају не постоји јавна понуда, па ни проспект за јавну понуду.

ЗТК наводи да изузетак постоји код ХОВ које се нуде као начин плаћања у понуди за преузимање, и то путем понуде за замену, под условом да за те ХОВ постоји понуда за преузимање, за коју КХОВ сматра да садржи еквивалентне податке из

¹³⁸²ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 1.

¹³⁸³VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 5, Sublit. a.

¹³⁸⁴VO (EU) 2017/1129, Par. 1, Abs. 5. Додатни разлози за ослобођење од обавезе објављивања проспекта за укључење, односе се на ХОВ које су већ укључене у трговање на другом регулисаном тржишту капитала.

¹³⁸⁵ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 2.

¹³⁸⁶Види: ЗТК, чл. 257, ст. 1. Номинала акција се мења, ради постизања боље негоцијабилности. Ако је номинала велика или несразмерно мала, већа је шанса да цена акција неће значајно расти, јер улагачи неће прихватити пораст цене, будући да неодговарајућа номинала психолошки делује инхибиторно.

проспекта, а узимајући у обзир одредбе ЗПАД.¹³⁸⁷ У овом случају постоје сви подаци из проспекта, али су исти одобрени у оквиру понуде за преузимање, која се мора поднети КХОВ на проверу.¹³⁸⁸ Постоји идентичан основ ослобођења и код проспекта за јавну понуду.

Што се тиче спајања, закон наводи да изузетак постоји код ХОВ које се нуде, додељују или ће бити додељене у вези са спајањем друштава, под условом да за те ХОВ постоји документ са подацима које КХОВ сматра еквивалентним подацима из проспекта, узимајући у обзир одредбе ЗПД.¹³⁸⁹ Као и у претходном случају и овде се саставља документ, уговор о спајању, који мора бити одобрен од стране КХОВ,¹³⁹⁰ а који има све информације које садржи и проспект, те је нецелисходно састављати проспект. Овај изузетак може бити коришћен при статусној промени спајања, поделе уз припајање и издвајања уз припајање.

Следећи изузетак је везан за повећања основног капитала из нето имовине друштава, будући да закон наводи да се неће објављивати проспект за укључење акција које се издају постојећим акционарима, по основу повећања основног капитала из средстава друштва, или у другим случајевима када се нуде, додељују или ће бити додељене без накнаде постојећим акционарима, или као дивиденде исплаћене у виду акција исте класе као и акције у вези са којима су дивиденде исплаћене, под условом да постоји документ са подацима о броју и правима из акција, као и разлозима и детаљима у вези са понудом.¹³⁹¹ Применом овог изузетка, емитент акција издатих по основу повећања основног капитала из нето имовине друштва, не мора састављати ни један тип проспекта.

Последњи изузетак постоји у случају условног повећања основног капитала, будући да се оно врши ради остваривања права власника замењивих обвезница и вараната, као и права садашњих или бивших члановима управе, или запослених.¹³⁹² ЗТК наводи да изузетак постоји код ХОВ које нуди или ће понудити емитент, чије су ХОВ исте класе укључене на регулисано, односно МТП тржиште, или друштво које је повезано са емитентом, а које нуди, или ће понудити садашњим или бившим члановима

¹³⁸⁷ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 3.

¹³⁸⁸ЗТК, чл. 41, ст. 1; ЗПАД, чл. 13.

¹³⁸⁹ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 4.

¹³⁹⁰ЗТК, чл. 41, ст. 1.

¹³⁹¹ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 5.

¹³⁹²ЗПД, чл. 301, ст. 1.

управе, или запосленима, под условом да постоји документ са подацима о броју и природи ХОВ, као и разлозима и детаљима везаним за понуду,¹³⁹³ те код акција насталих конверзијом или заменом других ХОВ, односно остваривањем права из других ХОВ, под условом да су те акције исте класе као и акције емитента, које су већ укључене на регулисано тржиште, односно МТП.¹³⁹⁴ Овакви изузеци постоје и у случају проспекта за јавну понуду ХОВ.

6.5.7 Адресати обавеза везаних за проспект

За тачност проспекта одговарају лица која су преузела одговорност за проспект, на тај начин што су потписали одговарајућу клаузулу о одговорности за садржину.¹³⁹⁵ Израда проспекта почиње вршењем *due diligence*-а, након чега се саставља сам текст проспекта, који потписују сви адресати одговорности. Проспект је изузетно сложен, те у његовој изради поред емитента и финансијског посредника, учествује низ стручних лица, попут ревизора, адвоката, аналитичара и сл., али одговорност преузимају само лица која су проспект потписала.

ЗТК наводи да за садржину проспекта одговарају емитент, директор и чланови управног одбора издаваоца, осим уколико члан управног одбора није гласао против одобрења јавне понуде, лице које упућује понуду, а није емитент (понуђач), гарант у вези са издавањем ХОВ, финансијски посредник који пружа услуге покровитеља, или агент у вези са јавном понудом, независни ревизори емитента, искључиво у вези са финансијским извештајима који су укључени у проспект, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији, друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација, у делу проспекта за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим подацима.¹³⁹⁶ Ово решење је слично са позитивним правом ЕУ,¹³⁹⁷ с тим да поједини елементи дефиниције у ЗТК нису најбоље дефинисани. Уредба ЕУ тачније дефинише адресате, будући да одговорност у вези са проспектом има лице које гарантује за садржину проспекта и информација у пратећим документима. ЗТК наводи да одговорност за садржину проспекта, има гарант у вези са издавањем ХОВ, што је исувише широка дефиниција, која погрешно наводи на закључак да одговорност за садржину проспекта, има лице које даје гаранцију за испуњење обавезе из ХОВ, попут

¹³⁹³ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 6.

¹³⁹⁴ЗТК, чл. 13, ст. 2, тач. 7.

¹³⁹⁵T. Holzborn, *et. all, op. cit.*, S. 1235.

¹³⁹⁶ЗТК, чл. 19, ст. 1.

¹³⁹⁷VO (EU) 2017/1129, Art. 11, Abs. 1.

осигуравајућег друштва које врши осигурање потраживања, а што није тачно.¹³⁹⁸ Такође се наводи да је адресат обавезе понуђач, односно лице које нуди ХОВ, а није емитент, дакле агент или покровитељ када нуде ХОВ инвеститорима. Међутим, дефиниција два пута наводи ова лица, јер посебно истиче да су адресати обавезе, агент и покровитељи. Посебно је наведено да је адресат обавезе независни ревизор емитента, као и друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим подацима. Овакво дефинисање је погрешно, будући да су сва поменута лица даваоци гаранције за тачност информација у проспекту, те управо на овај начин, само једним појмом, Уредба ЕУ обухвата сва ова лица, те дуплирање није потребно.¹³⁹⁹

У праву СРН, круг адресата се још једноставније дефинише, јер се наводи да за садржину проспекта одговарају лица која су преузела одговорност за садржину проспекта и она лица која покрећу обзнањивање проспекта,¹⁴⁰⁰ односно емитент, агент или покровитељи.

Прспект мора садржати све информације о лицима која су одговорна за тачност и потпуност информација у проспекту¹⁴⁰¹ и изјаву сваког од тих лица, да су према њиховим сазнањима, информације у проспекту у складу са реалним чињеницама и да нису изостављене чињенице, које би могле да утичу на истинитост и потпуност проспекта.¹⁴⁰² Битно је напоменути да стручна лица, која учествују у изради проспекта и која преузимају одговорност, попут, ревизора, аналитичара или адвоката, одговарају само за део проспекта који су они састављали, те они клаузулом преузимају одговорност само за тај део проспекта.¹⁴⁰³

КХОВ, као регулаторни орган, проверава садржину проспекта, међутим ЗТК изричито наводи да она није одговорна за истинитост и целовитост података, наведених у било ком делу одобреног проспекта.¹⁴⁰⁴ Овакво решење се може критиковати, из разлога што КХОВ контролише потпуност проспекта, односно да он има све потребне

¹³⁹⁸Лица која пружају обезбеђење за обавезе из ХОВ која се емитује не потписују проспект, па стога нису ни адресати обавеза везаних за проспект. Уговор, односно једнострана изјава воље, на основу које преузимају одговорност за обавезе, јесте прилог проспекта, али ова лица не гарантују за тачност проспекта, нити његових прилога, па чак ни за тачност и правну ваљаност свог уговора или изјаве.

¹³⁹⁹VO (EU) 2017/1129, Art. 11, Abs. 1, S. 1.

¹⁴⁰⁰WpPG, Par. 9, Abs. 1.

¹⁴⁰¹ЗТК, чл. 19, ст. 2.

¹⁴⁰²ЗТК, чл. 19, ст. 3.

¹⁴⁰³T. Holzborn, *et. all, op. cit.*, S. 1243.

¹⁴⁰⁴ЗТК, чл. 19, ст. 5.

делове, док не проверава тачност информација у проспекту. Стога би ипак требало да постоји одговорност КХОВ, уколико у оквиру проспекта нису наведене све потребне информације, које се на основу закона траже. Ако анализирамо поменућу одредбу, наводи се да не постоји одговорност за целовитост података, те рестриктивним тумачењем можемо доћи до закључка да би постојала одговорност КХОВ за садржинску целовитост проспекта, уколико не би санкционисала одсуство појединих обавезних елемената проспекта у целини.

6.5.8 Одговорност адресата у вези са проспектом

Одговорност адресата поводом проспекта, везана је за његову нетачну или непотпуну садржину и његово необјављивање у случајевима када је то обавезно. У необјављивање проспекта, убраја се и објављивање неодобреног проспекта, што би на основу ЗТК и ЗОО водило ништавости јавне понуде и уговора о купопродаји ХОВ, те би се примењивала правила неоснованог обогаћења. У преосталим случајевима, могу се применити правила ЗТК која регулишу поништавање јавне понуде или укључења ХОВ у трговање, али само у току њиховог трајања. Међутим, ЗТК не садржи правила о грађанскоправној одговорности адресата, након што јавна понуда успе, што је велик пропуст, будући да оваква правила постоје у упоредном праву.¹⁴⁰⁵ Одговор на ово питање требало би тражити у ЗОО, који предвиђа деликтну и уговорну одговорност штетника. Уговорна одговорност се не може користити у овом случају, јер проспект није део уговора о купопродаји ХОВ, а уговорне стране су испуниле своје уговорне обавезе. Стога инвеститори евентуалну накнаду штете могу тражити на основу правила ЗОО о деликтној одговорности.

6.5.8.1 Одговорност адресата у случају необјављивања проспекта

Јавна понуда ХОВ без проспекта, у ситуацији када је његово објављивање обавезно, јавља се када је проспект уредно одобрен, али није објављен.¹⁴⁰⁶ Потом, уколико се јавна понуда врши без одобравања и објављивања проспекта, а обавезна је његова објава.¹⁴⁰⁷ Затим, уколико је истекло његово важење или је проспект објављен без одобрења, без обзира да ли он испуњава услове да буде одобрен.¹⁴⁰⁸ ЗТК наводи да је ништава свака јавна понуда ХОВ ако се врши без претходно објављеног валидног

¹⁴⁰⁵ЗТК вероватно не садржи ове одредбе из разлога што право ЕУ, из кога смо извршили рецепцију, ову регулацију препушта државама чланицама.

¹⁴⁰⁶C. Berrag, A. Meyer, C. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 664.

¹⁴⁰⁷*Ibidem.*

¹⁴⁰⁸*Ibidem.*

проспекта, осим уколико постоји ослобођење.¹⁴⁰⁹ Будући да је оваква јавна понуда ништава, ништав је и уписни, односно купородајни уговор, на основу кога су стечене ХОВ, а може се говорити и о постојању кривичног дела. Наше право не допушта могућност уписа ХОВ нуђених јавном понудом у ЦРХОВ без достављања решења о одобравању проспекта,¹⁴¹⁰ те је једина могућност да се при упису, емисија подведе под приватну понуду, али да се иста рекламира и пласира као јавна емисија. Оваква емисија за собом би повлачила кривичну одговорност по основу кривичног дела преваре или злоупотребе на тржишту капитала.¹⁴¹¹

Уколико је КХОВ у току трајања јавне понуде,¹⁴¹² или поступка за укључивање ХОВ у трговање, уочила неки од претходно наведених проблема, морала би донети решење о поништавању емисије,¹⁴¹³ након чега би емитент, односно покровитељ, био у обавези да у року од три дана, од дана пријема предметног решења, врати примљени новац уз исплату законске затезне камате.¹⁴¹⁴ Уколико би КХОВ у току овог временског рока ипак поништила емисију, инвеститори не би морали да покрећу парничне поступке, него би након правноснажности и извршности одлуке КХОВ могли да покрену извршење, будући да би предметно решење на основу закона била извршна исправа.¹⁴¹⁵

Након што истекне трајање јавне понуде, или поступка за укључивање у трговање, КХОВ не може поништити овакву емисију, јер ЗТК не садржи пропис који би то омогућавао. Једини пропис који би се могао применити је одредба ЗТК, која наводи да је ништава свака јавна понуда ХОВ у РС, ако се врши без ваљаног проспекта.¹⁴¹⁶ Оваква јавна понуда стога не би била успешна, па не би постојала ни сметња да се одлука скупштине АД, односно ДОО, о емисији ХОВ поништи.¹⁴¹⁷ Дакле, постоје две

¹⁴⁰⁹ЗТК, чл. 11, ст. 2.

¹⁴¹⁰Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 8, ст. 1, тач. 2.

¹⁴¹¹Види: Кривични законик („Сл. гласник РС“ бр. 85/2005, 88/2005 – испр., 107/2005 – испр., 72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013, 108/2014, 94/2016 и 35/2019), чл. 208; ЗТК, чл. 281, ст. 1, тач. 3.

¹⁴¹²Под јавном понудом ХОВ, ЗТК подразумева свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о ХОВ из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових ХОВ, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја ХОВ преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента.

¹⁴¹³ЗТК, чл. 43, ст. 4.

¹⁴¹⁴ЗТК, чл. 43, ст. 6.

¹⁴¹⁵Закон о извршењу и обезбеђењу („Сл. гласник РС“, бр. 106/2015, 106/2016 - аутентично тумачење и 113/2017 - аутентично тумачење), чл. 41, ст. 1, тач. 2.

¹⁴¹⁶ЗТК, чл. 11, ст. 2.

¹⁴¹⁷Види: ЗПД, чл. 381, ст. 1, тач. 6. Овај пропис наводи да се одлука скупштине АД не може побијати у случају одлуке о новој емисији ХОВ јавном понудом, ако је емисија успела у смислу закона којим се уређује тржиште капитала. Будући да иста није успешна у смислу ЗТК, одлука се може побијати. На побијање одлуке скупштине ДОО, сходно се примењују правила везана за АД (ЗПД, чл. 217.). Ако је

могућности. Прва да се поништава сама одлука о емисији, а друга да власници ХОВ појединачно поништавају своје уговоре о упису, односно купопродаји ХОВ. У сваком случају се ништавост мора утврђивати у оквиру судског поступка, на основу тужбе од стране државних органа, самих инвеститора или неког трећег лица, јер не постоји ограничење у погледу активне легитимације за утврђивање ништавости.¹⁴¹⁸ Ако се поништва одлука о емисији, тада би сви власници ХОВ требало да добију назад уложени новац увећан за износ законске затезне камате. У другом случају би сваки власник ХОВ морао да тужи емитента и да тражи повраћај уложеног новца уз законску затезну камату, али оваква одлука не би утицала на преостале ХОВ које су емитоване у оквиру овакве емисије, што би водило правној несигурности. Поставља се питање шта се дешава са емитованим ХОВ, односно да ли се оне поништавају или се враћају на основу правила о повраћају у пређашње стање (лат. *restitutio in integrum*). ЗПД говори о могућности поништавања акција једино уколико оне нису уплаћене, али се не ради о истој правној ситуацији.¹⁴¹⁹ Такође, ни прописи ЦРХОВ не предвиђају могућност поништавања ХОВ у овом случају.¹⁴²⁰ Ни један пропис изричито не регулише ни повраћај ХОВ, али би се на основу општих правних правила о неоснованом обogaћењу он могао спровести. Међутим, прописи ЦРХОВ не садрже овакву могућност, али се ипак ради о правном пропису мање правне снаге од ЗОО, те ови прописи не би смели бити сметња. Уколико заузмемо став да би се ХОВ враћале, поставља се питање шта би онда емитент могао да ради са таквим ХОВ, које су емитоване на основу ништаве јавне понуде. Нејасно је да ли би он могао да их отуђи, или би морао да их поништи као неуплаћене. Дакле, ова ситуација у нашем праву остаје нерешена, па се проблем мора законски решити.

На нивоу ЕУ, не постоје правила која би се могла применити на овај случај, те свака држава чланица може ово питање уредити самостално. Наравно, може остати и нерегулисано, када ће се примењивати правила облигационог и кривичног права. Посебну регулацију овог питања можемо наћи у праву СРН, где постоји искључиво

донета одлука о емисији ХОВ приватном понудом, а емисија ХОВ је пласирана као јавна, оваква одлука се свакако може побијати.

¹⁴¹⁸Последица ништавости је примена института неоснованог обogaћења, који предвиђа да свака страна врати оно што је примила, са тим да страна која је скривила ништавост, треба да надокнади штету, односно законску затезну камату.

¹⁴¹⁹Види: ЗТК, чл. 48, ст. 7 и 8. Овај пропис наводи: „Ако члан друштва пропусти да своју обавезу изврши и у накнадном року, друштво може донети одлуку о искључењу тог члана из друштва, односно у случају акционарског друштва одлуку о повлачењу и поништају без накнаде акција тог акционара које нису уплаћене, односно за које није унет неновчани улог у друштво. Јавно акционарско друштво је у обавези да донесе одлуку из става 7. овог члана.“

¹⁴²⁰Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ.

правило које регулише овај случај. Наводи се да стицалац ХОВ, уколико проспекат 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.¹⁴²¹ 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 су испуњени претходно поменути услови.¹⁴²² Уколико је стицалац знао да је емитент у обавези да објави проспекат, или је то морао знати, а поред тога је купио ХОВ, он не може остварити претходно поменута права,¹⁴²³ јер није био савестан. У теорији СРН, заузет је став да је необјављивање проспекта, повреда поступка и уколико би се санкционисала, дошло би до несразмерних правних последица, јер се овај поступак не води у интересу појединца, већ у интересу јавности, стога повреда одговорности везана за проспекат не утиче на важност самог уговора о купопродаји, односно упису.¹⁴²⁴ Постоји могућност да ХОВ након емисије добију на вредности и поред повреде ове обавезе, па је инвеститорима омогућено да сами процене да ли ће се користи правом на враћање ХОВ или не.¹⁴²⁵

6.5.8.2 Одговорност адресата за нетачну или непотпуну садржину проспекта јавне понуде

Овај вид одговорности постоји, уколико су адресати поступали у намери или грубој непажњи,¹⁴²⁶ односно, ако су били несавесни приликом израде проспекта. Како би искључили своју одговорност и доказали своју савесност, покровитељ, агент или емитент врши *due diligence* пре емисије,¹⁴²⁷ како би доказали да не постоји груба непажња. Проспекат је по својој садржини изузетно сложен и он у себи садржи анализу ризика и пројекције кретања пословања и тржишта, које у тренутку састављања није могуће са сигурношћу предвидети, па је управо из овог разлога потребно извршити *due diligence* и указати да су адресати предузели све што је било у њиховој моћи, како би пружили ваљане информације. У противном, они не би могли доказати да су поступали пажљиво. Не одговара се за све садржинске пропусте, већ само за битне недостатке

¹⁴²¹WpPG, Par. 14, Abs. 1, S. 1. Под јавном понудом се сматра свако оглашавање и јавно нуђење ХОВ, без обзира да ли постоји проспекат.

¹⁴²²WpPG, Par. 14, Abs. 2.

¹⁴²³WpPG, Par. 14, Abs. 4.

¹⁴²⁴C. Berrag, A. Meyer, C. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 663.

¹⁴²⁵*Ibidem*, S. 664.

¹⁴²⁶Petra Buck Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Heidelberg, 2016, S. 80.

¹⁴²⁷За више погледај поднаслов: Обавеза вршења *due diligence*-а.

који би могли утицати на просечног улагача да донесе другачију инвестициону одлуку, да је за њих знао. Уколико садржински нетачна или непотпуна информација нема овај квалитет, она неће имати утицај на емисију, већ ће се сматрати ризиком улагања.¹⁴²⁸

Наш закон наводи да уколико у периоду од када је проспекат одобрен, па до окончања јавне понуде, односно до тренутка укључења на тржиште, настане значајна нова чињеница, утврди се постојање битне грешке или непрецизности у вези са информацијама из проспекта које могу утицати на процену ХОВ, емитент или понуђач, је дужан да одмах сачини додатак проспекту и достави КХОВ захтев за његово одобрење.¹⁴²⁹ Допатак проспекту, којим се врши актуелизација, одобрава се као и проспекат, а у року који није дужи од седам дана, од дана пријема захтева и објављује се првог наредног дана од дана одобрења.¹⁴³⁰ Емитент мора, у случају објављивања додатка проспекта, да омогући инвеститорима који су се обавезали да купе или упишу ХОВ пре његовог објављивања, да одустану од куповине или уписа тих ХОВ у року одређеном у додатку, а који не може бити краћи од два радна дана, од дана објављивања додатка.¹⁴³¹

Ако емитент сам не исправи ове неправилности, а КХОВ у току јавне понуде утврди да су подаци из проспекта значајно погрешни, или да доводе инвеститора у заблуду, односно да су изостављене битне чињенице од значаја за утврђивање истинитости података, КХОВ може наложити емитенту да у утврђеном року објави исправљене информације, на исти начин на који је проспекат објављен, те да физички достави примерке проспекта или докумената који прате проспекат са исправљеним информацијама, свим лицима која су већ извршила упис ХОВ.¹⁴³² КХОВ ће поред претходно поменутих мера, наложити емитенту, да у одређеном року обустави даљи упис и пријем уплата, све док се неправилности не исправе.¹⁴³³ Такође, биће наложено, да се о неправилностима обавесте сва лица која су уписала, односно купила ХОВ и да им се омогући, уколико то желе, да у периоду од најмање пет дана, од дана изрицања надзорне мере, пониште упис и поврате новац по основу уписа.¹⁴³⁴ Ако емитент не поступи по налогу КХОВ и не отклони неправилности, или се оне не могу отклонити,

¹⁴²⁸Владимир Марјански, „Недостаци проспекта“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2010, стр. 308.

¹⁴²⁹ЗТК, чл. 33, ст. 1.

¹⁴³⁰ЗТК, чл. 33, ст. 3.

¹⁴³¹ЗТК, чл. 33, ст. 5.

¹⁴³²ЗТК, чл. 43, ст. 1.

¹⁴³³ЗТК, чл. 43, ст. 2, тач. 1.

¹⁴³⁴ЗТК, чл. 43, ст. 2, тач. 2.

КХОВ ће решењем поништити проспект и јавну понуду ХОВ и о томе обавестити јавност, емитента и лица која су извршила упис, а емитента, односно покровитеља, ће обавезати, да у року од три дана од дана пријема решења, врате новац инвеститорима, уз законску затезну камату.¹⁴³⁵

Међутим, шта се дешава уколико се пропуст примети накнадно, након што јавна понуда буде успешна, односно након што ХОВ буду уврштене у трговање. Будући да је иста већ успешно завршена, беспредметно је вршити актуелизацију проспекта. У овом случају, радило би се о инсајдерској информацији, па се мора изврши *ad hoc* информисање. Како се инсајдерске информације достављају КХОВ само на њен захтев, али не и по аутоматизму, КХОВ би за пропуст сазнала тек приликом јавног објављивања инсајдерске информације. ЗТК међутим не пружа могућност КХОВ, да у овом случају, својим решењем поништи емисију и јавну понуду.¹⁴³⁶

ЗТК за разлику од упоредног права не садржи норму о одговорности адресата, која би решила овај проблем. Не наводи се да ли се успешна јавна понуда може поништити, али јавно правни карактер емисионог посла наводи на закључак да то није могуће. Проблем приликом обарања целокупне јавне понуде била би одредба ЗПД, која наводи да се одлука о емисији, након успеха јавне понуде, не може више поништавати.¹⁴³⁷ Инвеститори би у судском поступку могли тражити накнаду штете на основу деликтне одговорности. У пракси би то било проблематично, будући да не постоји дефинисан грађанско правни деликт, као у упоредном праву, што је пропуст законодавца. Тужилац би тешко доказао постојање деликта и узрочно-последични однос, као и саму чињеницу наступања штете. Посебан проблем би био утврђивање висине претрпљене штете. Стога, можемо рећи да одговорност адресата, у овом случају практично не постоји.

Што се тиче упоредног права, на нивоу ЕУ не постоје прописи који регулишу овај случај, већ се наводи ко су адресати одговорности везаних за проспект и обавезују се државе чланице да обезбеде механизам утврђивања одговорности за садржину

¹⁴³⁵ЗТК, чл. 43, ст. 4 и 5.

¹⁴³⁶Није могуће, ни екстензивним тумачењем, применити правила везана за одговорност за истинитост и потпуност података, јер сам текст норме упућује на ограничену примену овог члана, на извештавање извршено након емисије ХОВ, у шта не спада проспект. (Види: ЗТК, чл. 69, у вези са ЗКТ, чл. 19, у вези са ЗТК, чл. 43.)

¹⁴³⁷ЗПД, чл. 381, ст. 1, тач. 6.

проспекта.¹⁴³⁸ Дакле, свака држава чланица утврђује правне последице у случају неодговарајуће садржине проспекта.

У праву СРН, није могуће поништити целокупну емисију,¹⁴³⁹ већ се предвиђа, уколико је ХОВ стечена на основу проспекта јавне понуде који садржи нетачности или неправилности, да инвеститор може од адресата одговорности за проспект, као солидарних дужника, тражити преузимање купљених ХОВ увећаних за трошкове, уколико тржишна цена за овакво преузимање не прелази емисиону цену и то у року од шест месеци, од прве јавне понуде у земљи.¹⁴⁴⁰ Права по основу одговорности из проспекта има и први купац ХОВ, који није више власник исте, а он може тражити разлику у цени између цене по којој је ХОВ купио и цене по којој је продао, ако она не прелази прву емисиону цену, а може тражити и пратеће трошкове.¹⁴⁴¹ У ранијем периоду, док се у немачком праву, закон о проспекту није примењивао на ОТП тржиште (нем. *Grauen Markt*), постојала је могућност да се изврши емисија уз проспект који се није одобравао, а управо за ову врсту проспекта примењивана је фидуцијарна одговорност (нем. *Vertrauenshaftung*),¹⁴⁴² али само до тренутка када је уведена посебна норма, која је регулисала обавезу објављивања проспекта и за јавне понуде на ОТП тржишту, од када се примењује посебна норма *WpPG*, која усваја концепт деликтне одговорности.¹⁴⁴³

6.5.8.3 Одговорност адресата за нетачну или непотпуну садржину проспекта за укључење ХОВ у трговање на регулисано или МТП тржиште

Када говоримо о одговорности за садржину проспекта, битно је указати на то да последице нису исте у случају проспекта за укључење ХОВ у трговање и проспекта за јавну понуду. Проспект за укључење се саставља у циљу укључења већ емитованих ХОВ у трговање, те не постоји јавна понуда, будући да не постоји ни емисија ХОВ. Последично, будући да не постоји, јавна понуда не може бити ништава, а емисија не може бити поништена, нити новац враћен инвеститорима.

¹⁴³⁸VO (EU) 2017/1129, Art. 11.

¹⁴³⁹За више: С. Berrar, А. Meyer, С. Müller, *et. all, op. cit.*, S. 663.

¹⁴⁴⁰WpPG, Par. 10; WpPG, Par. 9, Abs. 1, S. 1; WpPG, Par. 9, Abs. 1, S. 2.

¹⁴⁴¹WpPG, Par. 10; WpPG, Par. 9, Abs. 2.

¹⁴⁴²Теоријски концепт фидуцијарне одговорности, никада није развијен у нашем праву, иако су га судови фактички примењивали, али истовремено га ни они нису теријски уобличили. За више о фидуцијарној одговорности у упоредном праву погледај: Bucher Eugen, „Vertrauenshaftung: Was? Woher? Wohin?“, *Richterliche Rechtsfortbildung in Theorie und Praxis. Methodenlehre und Privatrecht, Zivilprozess- und Wettbewerbsrecht. Festschrift für Hans Peter Walter*, Bern 2004, S. 231 ff.

¹⁴⁴³М. Habersack, Р. О. Mülberr, М. Schlitt *et. all, Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 1333.

Наш закон не садржи изричите норме које регулишу одговорност у случају овог проспекта, али се могу сходно применити претходно поменута правила. Дакле, ако КХОВ у току поступка за укључивање ХОВ у трговање утврди да су подаци из проспекта значајно погрешни, или да доводе инвеститоре у заблуду, да су изостављене битне чињенице од значаја за утврђивање истинитости осталих података, она ће наложити емитенту да у одређеном року објави исправљене информације, на начин на који је и проспект објављен.¹⁴⁴⁴ Будући да нема уписа ХОВ, емитент неће бити у обавези да обавештава инвеститоре о недостатцима, што је у случају проспекта за јавну понуду обавезно, нити ће се упис ХОВ поништавати. Једина обавеза емитента је да изврши актуелизацију проспекта и да обавести КХОВ о отклоњеним недостатцима.¹⁴⁴⁵ Уколико емитент не отклони недостатке, КХОВ може обуставити поступак укључења ХОВ у трговање на десет узастопних радних дана,¹⁴⁴⁶ казнити емитента¹⁴⁴⁷ и поништити проспект за укључење на тржиште.¹⁴⁴⁸ Будући да ХОВ емитента, због поништавања проспекта, неће испуњавати услове за укључење у трговање, оне ће бити искључене са тржишта, односно неће ни бити укључене у трговање.¹⁴⁴⁹ Теоријски гледано, могуће је да инвеститори туже емитента за причињену штету, по основу правила деликтне одговорности, али у пракси је то тешко изводљиво, будући да се поставља питање, како утврдити износ штете и да ли је штета уопште наступила. Уколико се садржински недостатак проспекта открије након што су ХОВ емитента уврштене у трговање, емитент ће бити у обавези да изврши *ad hoc* информисање, будући да се ради о инсајдерској информацији. Специфичност је да након пласирања, није могуће утврдити ништавост овог проспекта, јер ЗТК прописује да је ништава јавна понуда која је извршена без валидног проспекта,¹⁴⁵⁰ али не наводи шта се дешава уколико нема јавне понуде, већ се пласирају раније издате ХОВ.

Право ЕУ и у овом случају не садржи пропис који регулише овај случај, већ се наводи ко су адресати одговорности везаних за проспект и обавезују се државе чланице да обезбеде механизам утврђивања одговорности за садржину проспекта.¹⁴⁵¹

¹⁴⁴⁴ЗТК, чл. 43, ст. 1, тач. 1.

¹⁴⁴⁵ЗТК, чл. 43, ст. 3.

¹⁴⁴⁶ЗТК, чл. 43, ст. 7.

¹⁴⁴⁷ЗТК, чл. 275, ст. 3.

¹⁴⁴⁸ЗТК, чл. 43, ст. 4.

¹⁴⁴⁹ЗТК, чл. 127, ст. 3; ЗТК, чл. 128.

¹⁴⁵⁰ЗТК, чл. 11, ст. 2.

¹⁴⁵¹VO (EU) 2017/1129, Art. 11.

У праву СРН, предвиђа се, уколико је ХОВ стечена на основу проспекта за укључење ХОВ, који садржи нетачности или неправилности, да инвеститор може од адресата одговорности за проспект, као солидарних дужника, тражити преузимање купљених ХОВ увећаних за трошкове, уколико цена за овакво преузимање не прелази прву тржишну цену ХОВ, а уколико је истовремено пласирање извршено на више берзи у оквиру земље, тада је то највиша прва остварена цена и то у року од шест месеци од пласирања ХОВ на тржиште.¹⁴⁵² Права по основу одговорности из проспекта, остварује и први купац ХОВ који није више власник исте, а он може тражити разлику у цени, између цене по којој је ХОВ купио и цене по којој је продао, ако она не прелази прву тржишну цену, а може тражити и пратеће трошкове.¹⁴⁵³

6.6 ОБАВЕЗА ОБЈАВЉИВАЊА ЈАВНОГ ПОЗИВА ЗА УПИС ОДНОСНО КУПОВИНУ ХОВ

Објављивање јавног позива за упис, односно куповину ХОВ, је обавеза емитента и понуђача да јавно рекламирају емисију ХОВ и да све потенцијалне улагаче упознају са местом и временом подношења понуда, за закључења уговора о примарном прометовању ХОВ. Терминолошки треба правити разлику између јавног позива за упис ХОВ, уписнице и уписног уговора, јер се под јавним позивом за упис ХОВ подразумева понуда усмерена на закључење уписног уговора, а уписница је физичко отелотворење понуде односно изјаве о упису.¹⁴⁵⁴ Уписни уговор настаје након што емитент прихвати понуду, коју је инвеститор упутио путем уписнице. Јавни позив за упис, или куповину ХОВ, саставни је део проспекта јавне понуде, а исти садржи податке о месту, роковима и датуму отпочињања уписа и уплате, односно где извршити увид или добити примерак проспекта.¹⁴⁵⁵ Он је основа јавне понуде ХОВ, будући да се објављивањем јавног позива врши рекламирање саме емисије, а јавна понуда као шири појам у себи увек садржи јавни позив. Јавни позив може бити и самостално објављен, без проспекта, што се често чини у штампи, како би се ценовно приступачно рекламирала јавна понуда, али тада све информације у оваквом огласу морају бити у складу за проспектом, а у истом се мора навести где се проспект може погледати.¹⁴⁵⁶ Не треба мешати јавни позив и јавну понуду из ЗТК са грађанско правним институтом понуде, будући да јавни позив не обавезује емитента и понуђача да сачини уписни или купопродајни уговор, већ

¹⁴⁵²WpPG, Par. 9, Abs. 1, S. 1; WpPG, Par. 9, Abs. 1, S. 2.

¹⁴⁵³WpPG, Par. 9, Abs. 2.

¹⁴⁵⁴Jürgen Frodermann, *et all, op. cit.*, S. 208.

¹⁴⁵⁵ЗТК, чл. 34, ст. 2.

¹⁴⁵⁶Види: ЗТК, чл. 32.

се ради о јавном позиву да се учини понуда (лат. *invitatio ad offerendum*). Наиме, уколико би емитент или понуђач чинио понуду, он би био у обавези да након што инвеститор да своју позитивну изјаву воље, закључи уговор о упису или купопродаји емитованих ХОВ, што није случај.

6.7 ПРАВО ИНВЕСТИТОРА ДА УПИШЕ ИЛИ КУПИ ЕМИТОВАНЕ ХОВ

Постоје два начина примарног промета ХОВ, будући да се код емисије дужничких ХОВ склапа купопродајни уговор, а у случају емисије акција долази до склапања привредно-статусно приступног уговора (уписног уговора).¹⁴⁵⁷ У упоредном праву, начин уписа је везан за врсту ХОВ. Путем уписног уговора, увек се примарно прометују акције,¹⁴⁵⁸ а дужничке ХОВ путем купопродајног уговора, па чак и у ситуацији када се саставља образац уписнице.¹⁴⁵⁹ ЗТК говори о упису или купопродаји ХОВ, па можемо заузети став да закон подржава претходно наведено решење. Наиме, уписни уговор се везује за стицање корпоративних права, а купопродајни за стицање инкорпорисаних облигационих права. За оба начина прометовања, код дематеријализованих ХОВ, *modus aquirendi* је упис ХОВ код централног депозитара, због тога треба разликовати упис ХОВ од уписног уговора.

Под уписним уговором, сматра се правни однос, који настаје када потенцијални акционар, односно потенцијални ималац ХОВ, да понуду за закључење уписног уговора, путем попуњавања уписнице, а коју емитент конклюдентно прихвата, чиме настаје уговор.¹⁴⁶⁰ Прихват се чини путем уписа ХОВ код централног депозитара од стране емитента, уколико је постигнут праг успешности емисије. Супротна је ситуација код условног повећања основног капитала путем замењивих обвезнице, где право опције има инвеститор, будући да писмена изјава о замени представља прихват понуде, а не понуду.¹⁴⁶¹ Идентична је ситуација и при коришћењу права опције код вараната, где предаја уписнице од стране власника, такође представља прихват понуде. У овом случају, емитент нема могућност да одбије склапање уписног уговора, будући да је раније дао своју понуду за закључење, у оквиру саме замењиве обвезнице и варанта, те се тражи само изјава воље инвеститора. У случају повећања основног капитала из нето

¹⁴⁵⁷D. Einsele, *op. cit.*, S. 384.

¹⁴⁵⁸Jürgen Frodermann, *et all, op. cit.*, S. 207.

¹⁴⁵⁹Види: Daniel Hunecke, *Der Zeichnungsvertrag – Rechtsgeschäft über den Beitritt zur Kapitalgesellschaft*, Tübingen, 2011, S. 37-38; Martin Eimer, *Zeichnungsverträge und Zeichnungsvorverträge: Zu den Rechten und Pflichten aus dem Vertrag über die Vorerhöhungsgesellschaft*, Dissertation, Mainz, Frankfurt, 2009, S. 24 f.

¹⁴⁶⁰M. Lenenbach, *op. cit.*, S. 840.

¹⁴⁶¹Зоран Арсић, „Упис акција и уписни уговор“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2016, стр. 44.

имовине друштва, акције се стичу аутоматски, без склапања уписног уговора. Наши правни извори не наводе да је потребно склапање уписног уговора за преостале ХОВ, а ЗТК уз појам уписа ХОВ помиње купопродају, па можемо заузети став да се и у нашем праву склапа уговор о купопродаји у случају осталих ХОВ, а не уписни уговор који је резервисан за акције. Емитент може прописати да се образац уписнице саставља и предаје при куповини осталих ХОВ, али та уписница ће бити изјава воље усмерена на склапање уговора о купопродаји, а не уписног уговора. Подзаконски акти који регулишу емисију ХОВ од стране РС и НБС, изричито дефинишу да се ове ХОВ прометују путем уговора о купопродаји.

Што се тиче места на коме се врши упис и уплата ХОВ, у нашем праву постоји разлика у односу на јавну и приватну понуду ХОВ. Код јавне понуде ХОВ, уписивање и уплата ХОВ врши се код финансијског посредника, осим ако је посредник понуђач, односно продаје те ХОВ.¹⁴⁶² Тада се упис и уплата мора извршити код неког другог финансијског посредника.¹⁴⁶³ Могуће је и другачије решење, да се први пласман врши преко берзе, на којој се ХОВ продају првом власнику.¹⁴⁶⁴ Овакво решење дозвољава и наш ЗТК.¹⁴⁶⁵ Уколико се ради о приватној понуди ХОВ, упис и уплату је могуће извршити код емитента или његовог финансијског посредника.¹⁴⁶⁶

У упоредном праву, ограничења у погледу места уписа и уплате не постоје,¹⁴⁶⁷ те се примарно прометовање ХОВ врши најчешће преко финансијског посредника или берзе, али је могуће да то чини и емитент.¹⁴⁶⁸ Ограничавање места уплате, а пре свега забрана да понуђач не може вршити упис ХОВ које нуди, крајње је проблематично, будући да практично онемогућава покровитељство. Наиме, поступак утврђивања емисионе цене води покровитељ, који мора примати налоге за куповину од потенцијалних инвеститора, да би могао одредити емисиону цену у *bookbuilding* поступку и аукцијском поступку. Због оваквог решења, без проблема је могуће једино фиксно утврђивање емисионе цене. Чак и да покровитељ ангажује другог финансијског посредника да спроведе поступак утврђивања емисионе цене, што у пракси нико не би

¹⁴⁶²ЗТК, чл. 35, ст. 1-3.

¹⁴⁶³ЗТК, чл. 35, ст. 3.

¹⁴⁶⁴Hans Wielens, *Die Emission von Auslandsanleihen*, Wiesbaden, 1968, S. 136.

¹⁴⁶⁵Види: ЗТК, чл. 35, ст. 4, ст. 4.

¹⁴⁶⁶ЗПД, чл. 297, ст. 3.

¹⁴⁶⁷Види: AktG, Par. 185.

¹⁴⁶⁸Види уписницу *Regionalwerk AG* из Регензбурга од 24.08.2013. године, где је упис и уплата вршена код емитента. Доступно на https://www.regionalwert-ag.de/wp-content/uploads/2014/10/Zeichnungsschein_Internet_korr.pdf, сајт посећен 29.04.2020. године.

никада урадио и тај посредник би такође био понуђач, јер би учествовао у посредовању. Овај процесни пропуст није кривично дело, али ЗТК прописује да је упис и уплата противна закону, прекршај за који може одговарати емитент и финансијски посредник.¹⁴⁶⁹ Оваква повреда поступка емисије је мање значајна, стога не може изазвати поништавање целокупне јавне понуде. Како надзор над поштовањем ЗТК спроводи КХОВ, да ли би дошло до примене неких мера, зависи од праксе овог тела, али поништавање јавне понуде није законски предвиђено у овом случају. Свакако да оваква регулација у пракси, умногоме неоправдано отежава покровитељство, а можда га и онемогућава, а у условима нашег неразвијеног тржишта ограничава развој.

6.7.1 Правна природа уписног уговора

У упоредноправној литератури, срећу се различите теорије о правној природи уписног уговора (нем. *Zeichnungsvertrag*, енг. *subscription agreement*). У једном делу литературе, сматра се да се ради о уговору статусно привредно правне природе,¹⁴⁷⁰ а у другом да се ради о комбинацији облигационо правне и статусно привредно правне природе.¹⁴⁷¹ У домаћој литератури је уписни уговор готово необрађена тема, а једини аутор у нашој теорији, који је писао о правној природи, заузима друго схватање.¹⁴⁷²

Уписним уговором се стичу корпоративна права, попут права на учествовање у раду скупштине АД, права на гласање, права на дивиденду, право на увид у документацију, право на коришћење специфичних тужби, итд. Будући да су корпоративна права статусног карактера, регулишу се когентним правним прописима, те уписни уговор има и јавноправни карактер.¹⁴⁷³ Наравно, преовлађујући значај код уписног уговора имају његови приватноправни аспекти, јер су они одлучујућа побуда

¹⁴⁶⁹Види: ЗТК, чл. 290, ст. 1, тач. 4. Овим прекршајем, прописана је казна у распону од 100.000,00 РСД, до 2.000.000,00 РСД.

¹⁴⁷⁰Схватање о двострукој правној природи је заступљено у следећим изворима: М. Habersack, Р. О. Mülbert, М. Schlitt, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, S. 306; Uwe Hüffer, *AktG Kommentar*, München, 2012, S. 1005; Jürgen Frodermann, *et all, op. cit.*, S. 209. Схватање о уписном уговору као о уговору статусног привредног права је заступљено у следећим изворима: G. Spindler, E. Stilz, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz Band 2*, S. 113; Carsten Peter Claussen, *et. all, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 5/1*, Köln, 1995, S 175; M. Lenenbach, *op. cit.*, S. 839, Битно је истаћи да се у новијој правној литератури чешће среће схватање о двострукој правној природи уписног уговора.

¹⁴⁷¹D. Hunecke, *op. cit.*, S. 95.

¹⁴⁷²Види: З. Арсић, *op. cit.*, стр. 42-44.

¹⁴⁷³Овај карактер можемо видети из тога што је когентно прописана садржина уписнице (Види: ЗПД, чл. 297.), рок у коме мора бити уплаћена уписана ХОВ (Види: ЗПД, чл. 298.), рок у коме се мора поднети захтев за упис ХОВ у ЦРХОВ након што је завршен упис, (Види: ЗПД, чл. 299.) а код јавних АД је то још израженије, те је предвиђено да упис не може почети пре објављивања проспекта (Види: ЗТК, чл. 34, ст. 3.), да се упис мора обавити у просторијама финансијског посредника, а уплате се не могу вршити директно емитенту, итд. (Види: ЗТК, чл. 35.)

за његово склапање. Стога, треба указати на правну природу односа емитента и инвеститора, при примарном промету акција.¹⁴⁷⁴ Овај однос је по својој правној природи пре свега уговор о купопродаји или уговор о трампи, што зависи од тога, да ли се пружа новац или се врши замена, пре свега за друге ХОВ. Треба указати на то да у нашој теорији постоји схватање, да се правила о купопродаји не могу у овом случају применити, зато што је уговор о продаји основ за деривативно стицање права својине, будући да купац изводи своје право из права претходника, тј. продавца, а упис је усмерен на оригинарно стицање ХОВ, при чему уписник постаје први власник ХОВ.¹⁴⁷⁵ Овакво становиште није тачно, будући да је уписни уговор сложене правне природе, а на њега се из овог разлога примењују и правила купопродаје или трампе. Тачно је да се ради о оригинарном стицању права својине, јер се ради о новонасталој ствари, односно акцији, а инвеститор постаје први власник, али оригинарно стицање је у овом случају специфично, будући да се за стицање захтева *iustus titulus* и *modus acquirendi*. У овом случају *iustus titulus* би био уписни уговор, а *modus acquirendi* упис на власнички рачун. Међутим, ради се ствари (ХОВ) која раније није имала власника, па се право својине не може изводити из права претходника, поготово што АД не може извршити упис својих акција.¹⁴⁷⁶ Стога се ради о оригинарном стицању својине, будући да се право не изводи из права ранијег власника, али је сам начин стицања ближи деривативном стицању.¹⁴⁷⁷ Оваква ситуација постоји будући да се не ради о оригинарном стицању на основу закона, што је у стварном праву уобичајено правило, већ се својина на новонасталој акцији стиче на основу правног посла, односно склапањем уписног уговора. Уписник постаје први власник акције, чији обим права је емитент већ одредио својом једностраном изјавом воље. Уписни уговор је битан будући да на основу уписница, емитент зна колико акција може прометовати, а такође он је и понуда за склапање уговора. Међутим, не ради се о класичном оригинарном стицању, јер се обим права изводи из једностране изјаве воље емитента. Дакле, саму ХОВ је креирао емитент, али њено дејство почиње од тренутка првог прометовања.¹⁴⁷⁸

¹⁴⁷⁴За више види поднаслов: Правна природа односа емитента и инвеститора.

¹⁴⁷⁵З. Арсић, *op. cit.*, стр. 43.

¹⁴⁷⁶ЗПД, чл. 281, ст. 1.

¹⁴⁷⁷У правним системима у којима је прихваћена теорија креације, приликом продаје дужничких ХОВ и вараната, долази до класичног деривативног преноса права својине на ХОВ, јер инвеститор стиче ХОВ коју је на свој власнички рачун већ уписао емитент. У нашем случају се такође ради о купопродаји, али се ХОВ не стиче деривативно, него оригинарно, јер се ХОВ не могу уписати на власнички рачун емитента. Приликом прометовања овог типа ХОВ се не склапа уписни уговор, јер је он резервисан само за стицање корпоративних права, односно акција.

¹⁴⁷⁸Види: ЗОО, чл. 237.

Правна природа уписног уговора делимично се мења, уколико је уписник акција покровитељ емисије. Разликујемо две ситуације и то једну приликом чврстог преузимања и *stand by* покровитељства и другу приликом *best effort* покровитељства.

У првом случају, уписни уговор добија поред претходно наведених карактеристика и кредитни карактер, будући да покровитељ својим средствима стиче ХОВ, па у економском смислу врши својеврсно кредитирање, јер његова побуда није да купи ХОВ, како би их имао у свом портфолију, већ то чини будући да се обавезао да гарантује успех емисије. Претходно речено, поготово важи ако постоји сигурносна клаузула, да покровитељ ХОВ мора продати у одређеном периоду након емисије. Код *stand by* покровитељства, уписни уговор има још и гаранцијску функцију, те стиче и обележја јемства, односно уговора о осигурању.¹⁴⁷⁹ Осигурани случај је неуспех емисије, због чега се откуп врши у износу који је неопходан да би се достигао праг успеха емисије, или да би се продала целокупна емисија. Када говоримо о *stand by* покровитељству са *call* опцијом, гаранцијска функција не постоји, као ни кредитна, јер се откуп врши у случају пребукираности емисије, како би покровитељ додатно зарадио, због чега уписни уговор има само карактер купопродаје или трампе.

Код *best effort* покровитељства, уписни уговор има карактер комисионог уговора о купопродаји, будући да покровитељ само уписује акције, али не исплаћује купопродајну цену, све док их не прода, када од добијеног износа исплаћује купопродајну цену.

6.7.2 Уписница и њена садржина

Уписним уговором инвеститор изражава своју спремност да постане члан друштва путем упућивања изјаве воље усмерене на закључење уписног уговора и пријем у чланство АД.¹⁴⁸⁰ Ова изјава воље даје се путем попуњавања уписнице (нем. *Zeichnungsschein*, енг. *certificate of subscription*), чија садржина је унапред одређена путем когентних правних прописа.¹⁴⁸¹ Склапање уписног уговора и попуњавање уписнице, обавезно је у случају стицања чланских права.¹⁴⁸² Стога се уписница попуњава само приликом стицања акција и то код повећања основног капитала путем

¹⁴⁷⁹Уговор о осигурању је, по својој сложеној правној природи, између осталог и условљени уговор о јемству.

¹⁴⁸⁰Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss, *et. all*, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 4*, München, 2016, S 316.

¹⁴⁸¹Види: ЗПД, чл. 297, ст. 1.

¹⁴⁸²Stephanie Madeleine Bialluch, *Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis*, Tübingen, 2018, S. 40.

нових улога и код условног повећања основног капитала. Примарно прометовање замењивих обвезница и вараната врши се уговором о купопродаји, при чему емитент може одредити да се подноси уписница, која ће бити изјава воље усмерена на закључење купопродајног уговора, али се приликом коришћења права опције и стицања акција, склапа уписни уговор. Власник варанта том приликом подноси уписницу и врши уплату, а власник замењиве обвезнице подноси изјаву о конверзији замењивих обвезница у акције. При повећању основног капитала из нето имовине друштва, не склапа се уписни уговор, већ се акције додељују аутоматски, те се не попуњава ни уписница.

Као што је раније речено, не треба мешати упис као *modus acquirendi* и уписни уговор, који настаје након попуњавања уписнице. ЗТК наводи да се у ЦРХОВ уписују ХОВ стечене на основу купопродаје и на основу уписног уговора.¹⁴⁸³ Правила пословања ЦРХОВ захтевају да се приликом уписа акција у ЦРХОВ поднесе потврда о уписаним и уплаћеним акцијама, те се не достављају уписнице, већ потврда коју саставља финансијски посредник.¹⁴⁸⁴ Дакле, финансијски посредник потврду о упису и уплати свих ХОВ, осим акција, саставља на основу уговора о купопродаји. Наравно, емитент дужничких ХОВ и вараната може прописати да се продаја ХОВ врши путем попуњавања обрасца уписнице и њене предаје, међутим, тада се не склапа уписни уговор, већ је оваква изјава воље усмерена на склапање купопродајног уговора.

Када је реч о емисији акција, према ЗПД образац уписнице који емитент мора сачинити обавезно садржи податке о емитенту, датум одлуке о издавању акција, укупан износ за који се основни капитал повећава, врсту, класу и број акција које се издају, права, ограничења и остале битне елементе акција које се издају, емисиону цену акције и праг успешности издавања, начин и рокове плаћања, односно уноса улога и друге обавезе ако су утврђене одлуком о издавању, податке о неновчаном улогу, ако се повећање капитала врши неновчаним улозима, датум када лицу које уписује акције престаје обавеза коју је преузело уписницом у случају неуспешне емисије, податке о лицу које уписује акције, податке о врсти, класи и броју акција које се уписују.¹⁴⁸⁵ Такође, одлуком о садржини уписнице мора се дефинисати начин на који ће образац бити доступан заинтересованим лицима,¹⁴⁸⁶ а може се дефинисати и начин

¹⁴⁸³ЗТК, чл. 37, ст. 1.

¹⁴⁸⁴Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 8-10 и 13-17.

¹⁴⁸⁵ЗПД, чл. 297, ст. 1.

¹⁴⁸⁶ЗПД, чл. 297, ст. 2.

идентификације лица које подноси уписницу.¹⁴⁸⁷ Акције се уписују путем уношења података о лицу које уписује акције, као и података о врсти, класи и броју акција које се уписују.¹⁴⁸⁸ Одлука о изгледу обрасца уписнице је по правилу саставни део одлуке о повећању основног капитала, односно о емисији ХОВ. ЗПД не дефинише ко је надлежан за њено доношење, па можемо рећи да њу може донети скупштина друштва, директор, односно надзорни одбор.¹⁴⁸⁹

6.7.3 Стицање ХОВ без попуњавања обрасца уписнице

Овај начин примарног прометовања ХОВ везан је за дужничке ХОВ и варанте, док у случају акција није могуће прометовање на овај начин, јер се склапа уписни уговор.¹⁴⁹⁰ У овом случају, не постоји уписни уговор и образац уписнице, већ се склапа купопродајни уговор. Овакво стицање ХОВ је једноставније и мање формално и често се користи у упоредном праву. У нашем праву, овај начин прометовања примењује се за дужничке ХОВ које емитују РС и НБС.¹⁴⁹¹ Што се тиче преосталих ХОВ, у нашој теорији и пракси постоји схватање да је потребно попуњавање уписнице, будући да се прихвата теорија емисије, као начин настанка ХОВ. Емитент при емисији дужничких ХОВ и вараната може одлучити да састави образац уписнице, који ће инвеститор поднети друштву, али тада неће бити склопљен уписни уговор, већ уговор о купопродаји.¹⁴⁹² Разлог за овакво схватање је да дужничке ХОВ немају интегрисана корпоративна права, па самим тим не може бити склопљен уписни уговор, већ купопродаја. Попуњавање уписнице врши се у системима где није прихваћена теорија креације, као начин настанка ХОВ, па није могуће ХОВ уписати на власнички рачун емитента, а непродате ХОВ накнадно продавати. Наш правни систем не познаје оваква решења, па се мора саставити образац уписнице,¹⁴⁹³ али се и поред тога не може говорити о склапању уписног уговора, јер се оваквим уговором не стичу корпоративна права. Чак и код емитовања вараната и замењивих обвезница, неће доћи до склапања

¹⁴⁸⁷ЗПД, чл. 297, ст. 4.

¹⁴⁸⁸ЗПД, чл. 297, ст. 3.

¹⁴⁸⁹Види: ЗПД, чл. 297.

¹⁴⁹⁰При повећању основног капитала из нето имовине друштва, не склапа се нити један уговор, већ се аутоматски врши прерасподела акција постојећим акционарима, на дан доношења одлуке о повећању основног капитала.

¹⁴⁹¹Види: ОУНСОТ; За ХОВ РС види: УЕРХПТ.

¹⁴⁹²Види: D. Hunecke, *op. cit.*, S. 37-38; Martin Eimer, *Zeichungsverträge und Zeichnungsvorverträge: Zu den Rechten und Pflichten aus dem Vertrag über die Vorerhöhungsgesellschaft*, Dissertation, Mainz, Frankfurt, 2009, S. 24 f.

¹⁴⁹³Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ.

уписног уговора, већ се накнадно након њихове доспелости, путем изјаве о конверзији склапа уписни уговор и стичу се корпоративна права.

Купопродаја, као начин стицања ХОВ, увек се користи код сукцесивних емисија, где долази до повремене продаје ХОВ, најчешће по фиксном курсу и у ситуацијама када постоји стална потреба за новим капиталом на страни емитента, попут банака које врше емисију покривених обвезница.¹⁴⁹⁴ Карактеристично је да се код сукцесивних емисија објављује почетни датум продаје, при чему не постоји крајњи рок за продају ХОВ, а све емитоване и продате ХОВ излазе из „државине“ емитента. У нашем праву овај тип емисије резервисан је само за два емитента, РС и НБС. Државне дужничке ХОВ РС продају се на примарном тржишту. путем аукција организованих од стране Управе за јавни дуг,¹⁴⁹⁵ с тим да дугорочне ХОВ могу куповати сва домаћа и страна правна и физичка лица, преко посебно овлашћених финансијских посредника, а краткорочне само домаћа правна и физичка лица.¹⁴⁹⁶ У случају НБС, аукцију преко своје електронске платформе спроводи сама НБС,¹⁴⁹⁷ с тим да ове ХОВ могу куповати једино овлашћене банке и то само у своје име и за свој рачун.¹⁴⁹⁸ У оба случаја се цена ХОВ може утврдити у фиксном износу,¹⁴⁹⁹ када се достављају понуде само у погледу количине тражених ХОВ, или у аукцијском поступку,¹⁵⁰⁰ у оквиру кога учесници достављају своје понуде у погледу цене и количине. Продаја може да се врши и директном погодбом, без јавног позива за куповину.¹⁵⁰¹ Уколико ХОВ не буду продате приликом прве аукције, иста се може поновљати.

У правним системима, који прихватају теорију креације, као начин настанка ХОВ, што је нпр. случај у СРН, постоји још једна могућност. Наиме, све ХОВ се уврштавају у трговање, при чему се као њихов власник јавља емитент или покровитељ, а након тога се врши њихова продаја. Непродате ХОВ, не производе дејство према емитенту, јер нису изашле из његових руку, односно са његовог власничког рачуна, па постоји конфузија повериоца и дужника у личности емитента. Њих ће емитент, односно покровитељ, покушавати да прода на секундарном тржишту, докле год је то целисходно учинити. ХОВ се не поништавају, већ ће правно дејство производити након

¹⁴⁹⁴Reinhold Adrian, Thomas Heidorn, *Der Bankbetrieb: Lehrbuch und Aufgaben*, Wiesbaden, 2000, S. 269.

¹⁴⁹⁵УЕРХПТ, чл. 19, ст. 1.

¹⁴⁹⁶УЕРХПТ, чл. 19, ст. 2.

¹⁴⁹⁷ОУНСОТ, чл. 10.

¹⁴⁹⁸ОУНСОТ, чл. 9, ст. 2.

¹⁴⁹⁹Види: ОУНСОТ, чл. 16-17; УЕРХПТ, чл. 29, ст. 2 и 3.

¹⁵⁰⁰Види: УЕРХПТ, чл. 29-30; ОУНСОТ, чл. 18-23.

¹⁵⁰¹ОУНСОТ, чл. 26; УЕРХПТ, чл. 38.

што изађу из „државине“ емитента.¹⁵⁰² На овај начин, продају се дематеријализоване и материјализоване ХОВ на свим тржиштима, укључујући и ОТЦ тржиште. Акције се овако не могу емитовати, будући да емитент не може извршити упис сопствених акција, већ их може стећи само куповином. Овај начин продаје није могућ у нашем праву, будући да се у ЦРХОВ и то како на емисиони, тако и на власнички рачун, уписују само продате ХОВ, што је последица тога да се у Правилима пословања централног регистра ХОВ прихвата теорија емисије као начин настанка ХОВ.¹⁵⁰³ Дакле, непродате ХОВ се не уписују на емисиони рачун. У ЗОО се не прецизира која теорија настанка ХОВ је прихваћена, будући да се наводи да обавеза из ХОВ настаје у тренутку када издавалац, ХОВ преда њеном кориснику,¹⁵⁰⁴ те се могу прихватити обе теорије. У нашој правној теорији, на жалост готово једногласно, прихваћена је теорија емисије, која ограничава могућности тржишта капитала.

6.8 ПРАВО И ОБАВЕЗА ОБЕЗБЕЂЕЊА ЕМИСИЈЕ ХОВ

Код дужничких ХОВ, често се прибегава обезбеђењу обавезе из ХОВ, будући да се на тај начин побољшава њихов квалитет и сигурност, али се постижу и бољи услови финансирања. Битно је напоменути, да у случају билансне секјуритизације, емитент има обавезу да изврши осигурање емисије, будући да је законски услов за вршење овог типа емисије препокривеност обавезе из ХОВ, залогом на потраживањима. У свим осталим случајевима, ради се о праву емитента које он може користити, како би добио боље услове задуживања и себи обезбедио пласман за ХОВ. Наиме, што је извеснија наплата, то је каматна стопа коју емитент плаћа мања. Извесност наплате може се побољшати класичним средствима обезбеђења или путем ефекта водопада (енг. *waterfall effect*), што је карактеристично за ванбилансну секјуритизацију, где *Senior* транше имају готово апсолутну извесност наплате.¹⁵⁰⁵

Класична средства обезбеђења могу бити персонална (лична) и реална (стварна). Дужничке ХОВ настају на основу једностране изјаве воље, оне су серијске, у себи носе право на новчано потраживање, због чега је сужен круг средстава обезбеђења која се

¹⁵⁰²Код материјализованих ХОВ емитент ће морати да поништи купонске табаке који су истекли, да не би плаћао камату. Исплата камате код материјализованих ХОВ се врши преко клиринга и салдирања, те неће бити исплаћена, након што је за предметну годину извршен клиринг и салдирање.

¹⁵⁰³Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 8 и 14.

¹⁵⁰⁴ЗОО, чл. 237. Аутор је става да ЗОО не искључује теорију креације, будући да не наводи да ХОВ настаје предајом, већ да обавеза из ХОВ тада настаје. Ова обавеза настаје у истом тренутку код обе теорије, будући да је логично да ХОВ, док се налази у државини емитента, не производи дејство, јер постоји конфузија.

¹⁵⁰⁵За више погледај поднаслов: Партиципативне обвезнице; Ванбилансна секјуритизација.

могу применити. Од личних средстава обезбеђења, није могуће установити уговорну казну, јер се иста не може уговорити на новчана потраживања,¹⁵⁰⁶ као ни одустаницу¹⁵⁰⁷, а од реалних капару¹⁵⁰⁸ и кауцију, будући да настају уговором. Дакле, од персоналних средстава обезбеђења, могуће је користити јемство, банкарску и државну гаранцију, као и осигурање потраживања¹⁵⁰⁹, а од реалних хипотеку и залогу. У упоредном праву, јавља се још једно реално средство обезбеђења, неакцесорна хипотека.¹⁵¹⁰ У пракси, најчешће се користи залога на потраживању, а овај тип обезбеђења је у основи поступка билансне секјуритизације.

Обезбеђење мора имати одговарајући квалитет, односно вредност, да би установљавање било сврсисходно. Вредност емисије дужничких ХОВ може бити изузетно велика, због чега се могу користити персонална средства обезбеђења, која пружају високо ликвидна привредна друштва, банке или осигуравајућа друштва. Ова лица, практично позајмљују лични бонитет емитенту, јер гарантују за извршење његове обавезе из ХОВ. Најчешће коришћено средство обезбеђења је залога на потраживањима, будући да је иста основа билансне секјуритизације, у којој се овај вид обезбеђења користи као актива секјуритизације.¹⁵¹¹ Релативно често се користи и залога на ХОВ, док се друга реална средства ређе користе, а њихова употребна вредност пре свега зависи од вредности предмета на коме се она установљавају. У пракси се могу срести хипотеке на непокретностима¹⁵¹² и броду, или залога на ваздухоплову, али је било и ретких случајева да се залога установљава на покретним стварима.¹⁵¹³ Приликом

¹⁵⁰⁶ЗОО, чл. 270, ст. 3.

¹⁵⁰⁷ЗОО, чл. 82. Одустаницу је могуће установити само уговором, што није могуће у случају ХОВ која настаје једностраном изјавом воље.

¹⁵⁰⁸ЗОО, чл. 79.

¹⁵⁰⁹Законодавство и теорија за овај тип осигурања користи неколико назива, попут осигурање јемства (Види: Закон о осигурању, „Сл. гласник РС“, бр. 55/2004, 70/2004 - испр., 61/2005, 61/2005 - др. закон, 85/2005 - др. закон, 101/2007, 63/2009 - одлука УС, 107/2009, 99/2011, 119/2012, 116/2013 и 139/2014 - др. закон- пропис престао да важи, чл. 10, ст. 1, тач. 15.), осигурање потраживања (Види: ЗОО, чл. 899, ст. 2.) и осигурање кредита (Види: Закона о осигурању, чл. 9, ст. 1, тач. 14; М. Васиљевић, *op. cit.*, стр. 192). На ову врсту осигурања се не примењују правила из ЗОО, већ општи услови осигурања, те се ради о неименованом уговору. Будући да је термин осигурање потраживања најраспрострањенији у литератури, он је коришћен у овом раду.

¹⁵¹⁰За више погледај поднаслов: Хипотека.

¹⁵¹¹Потраживања која се залажу су по правилу обезбеђена, најчешће хипотеком на непокретности, или броду, као и залогом на ваздухоплову. У овој ситуацији, треба указати на то да хипотеке и залог не нису обезбеђење саме емисије, већ заложеног потраживања.

¹⁵¹²Тако је на пример *JP Immobilien Invest I GmbH Wien*, 2012. године издао обвезнице у вредности од 47.200.000,00 € обезбеђене хипотекама на непокретностима. Услови обвезнице дасупни на : <http://www.jpi.at/Content/uploads/jp-anleihe-1/Anlage-1-zum-Prospekt-Anleihebedingungen.pdf>, сајт посећен 28.01.2019. године.

¹⁵¹³У пракси се могу наћи и несвакидашњи предмети залог, па је тако италијанска млекарка *4 Madonne Caseificio dell'Emilia Società Cooperativa Agricola* из Модене, извршила емисију обвезница обезбеђених државинском залогом на колувтовима пармезана, који иначе морају да одлеже око 36 месеци пре продаје.

установљавања обезбеђења, води се рачуна о томе да укупна вредност хипотекованих или заложених ствари и права, или бонитет лица које даје персонално средство обезбеђења, буде увек значајно већи од вредности издатих обвезница. Дакле, тражи се тзв. „препокривеност“.

6.8.1 Персонална (лична) средства обезбеђења

Персонална средства обезбеђења карактеристична су по томе што дају овлашћење повериоцу, у случају да дужник није извршио своју обавезу, да захтева од дужника, или трећег лица, да испуни дужникову престацију.¹⁵¹⁴ У овом случају се на страни дужника, уз њега као садужник, јавља треће лице, које на основу своје изјаве воље, гарантује својом целокупном имовином за исплату дуга емитента, најчешће до износа наведеног у изјави. Дакле, ради се о утуживом обећању трећег лица да ће извршити исплату, уколико то не учини емитент. Као што је раније поменуто, постоје четири лична средства обезбеђења, подобна да се у овом случају примене, а то су јемство, банкарска и државна гаранција, као и осигурање потраживања. Последња три су ограничена по свом обиму на осигурану (гарантовану) суму и покривају дуговање само до тог износа, док у случају јемства овакво ограничење не постоји.

6.8.1.1 Јемство

Уговором о јемству (нем. *Bürgschaft*, енг. *surety*), јемац се обавезује према повериоцу, да ће испунити пуноважну и доспелу обавезу дужника, ако он то не учини,¹⁵¹⁵ односно уколико упадне у доцњу, са исплатом обавезе из дужничке ХОВ. Ради се о уговорном односу јемца и повериоца, док се емитент не јавља као уговорна страна.

Јемство може бити дато емитенту на основу закљученог правног посла или без њега. Рецимо, јемац са повериоцем може закључити уговор о пружању јемства, или се може радити о односу из пословодства без налога, када јемац пружа јемство без претходног уговора са дужником.¹⁵¹⁶ Правни посао на основу кога се даје обезбеђење може бити добротин и теретан, односно уз накнаду. У пракси се јавило питање да ли

Обезбеђење је дато у вредности од 120% емитованих обвезница. За више: <https://www.theexpgroup.com/cheese-bonds/>, сајт посећен 29.01.2019. године.

¹⁵¹⁴Бојан Пајтић, „Јемство у српском и упоредним правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 4/2014, стр. 177.

¹⁵¹⁵ЗОО, чл. 997.

¹⁵¹⁶Драгор Хибер, „Побијање уговора о јемству у стечајном поступку“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 1/2015, стр. 63.

јемство као добротин посао може дати уз надокнаду, када би корист коју би јемац добио од повериоца (емитента) променила правну природу овог односа у уговор о осигурању, а накнада би имала карактер премије.¹⁵¹⁷ Оваквих уговора у пракси има, али се поставља питање да ли су они дозвољени, те да ли је јемство искључиво добротин правни посао. Судска пракса је већином на становишту да уговор о јемству може бити теретан¹⁵¹⁸, али постоји и супротно становиште.¹⁵¹⁹

Да би уговор о јемству производио правно дејство, мора бити испуњен захтев писане форме, будући да сама изјава о јемству мора бити учињена у писаној форми.¹⁵²⁰ Јемство за емисију ХОВ даје се за будућу обавезу и његово постојање се у перспекту мора назначити и уз њега објавити. Обавеза из ХОВ настаје њеном емисијом, па ће и јемство производити дејство од тренутка емисије, што закон омогућава, али се мора назначити рок у ком ова обавеза треба да настане, јер ће у противном јемац моћи да опозове обавезу пре но што она настане.¹⁵²¹ Јемство је акцесорне правне природе и зависи од судбине емисионог посла, стога уколико емисија не успе и јемство се гаси. Што се тиче обима јемчеве одговорности, он одговара за испуњење целе обавезе за коју је јамчио, као и за трошкове који су настали у циљу наплате дуга од главног дужника и за законску затезну камату, осим ако његова одговорност није ограничена.¹⁵²²

Закон наводи да се јемство склапа у облику уговора, између јемца и повериоца.¹⁵²³ Стога се поставља питање, како се јемство емисије ХОВ заснива, будући да у тренутку заснивања обавезе, друга уговорна страна још не постоји. Поред тога што закон говори о уговору као извору ове облигације, јемство је могуће сачинити једнострано. Изјаву о јемству потписује само она страна која се уговором обавезује, односно јемац, пошто се само он обавезује према повериоцу да ће испунити пуноважну и доспелу обавезу дужника, ако овај то не учини.¹⁵²⁴ Ово је могуће, јер се ради о једнострано обавезујућем уговору, па је довољна једнострана изјаве воље стране која се

¹⁵¹⁷Д. Хибер, *op. cit.*, стр. 66.

¹⁵¹⁸Види: Пресуду Врховног касационог суда, посл. бр. Прев 365/2015 од 08.06 2016. године, Пресуду Привредног суда у Нишу, посл. број 5 П 92/213, од 17.10.2013. године, Пресуду Привредног суда у Нишу, посл. број 6 П 496/2013, од 19.12.2013.године, Пресуду Привредног апелационог суда, посл. бр. Пж 1345/2014 од 01.10.2015. године.

¹⁵¹⁹Види: Пресуду Привредног суда у Нишу, посл. број 8 П 98/2013, од 17.10.2013. године.

¹⁵²⁰ЗОО, чл. 998.

¹⁵²¹ЗОО, чл. 1001, ст. 2 и 3.

¹⁵²²ЗОО, чл. 1002.

¹⁵²³ЗОО, чл. 997.

¹⁵²⁴Слободан Перовић, Драгољуб Стојановић, *et. all*, *Коментар закона о облигационим односима – књига прва*, Крагујевац, 1980, стр. 290.

обавезује, а друга уговорна страна треба да прихвати јемство да би се засновао уговор.¹⁵²⁵

Као јемац, најчешће се јавља повезано привредно друштво, будући да на овај начин емитент добија бонитет који има јемац, па самим тим и боље услове емисије. Због тога је могуће да се емитент задужи и више од своје књиговодствене вредности. Тако је *BV-Aral AG* емитовао обвезнице 1954. године, у вредности од 25 милиона *DM*, поред тога што је основни капитал емитента био само 900.000,00 *DM*.¹⁵²⁶ У РС до данас није дошло до емисије обезбеђених обвезница, док у Р. Хрватској постоји неколико примера, попут емисије *Nehe grupe D.D.* из 2012. године, са јемством *Našice cement D.D.*¹⁵²⁷ Ове емисије у СРН практикују велики концерни, који за потребе прикупљања капитала врше емисије обвезница у Холандији, као пореском рају. Тако је *Volkswagen AG*, у овој земљи, отворио ћерку фирму *Volkswagen International Financial N.V.*, чије су све емисије обвезница гарантоване јемством од стране матичног АД.¹⁵²⁸

6.8.1.2 Банкарска гаранција

Банкарском гаранцијом (нем. *Bankgarantie*, енг. *bank guarantee*), банка се обавезује према примаоцу гаранције (кориснику, бенефицијару), да ће му за случај да треће лице (емитент) не испуни обавезу о доспелости, измирити обавезу, ако буду испуњени услови наведени у гаранцији.¹⁵²⁹ Будући да се обезбеђење даје за обавезу проистеклу из емисије серијских ХОВ, где постоји мноштво инвеститора, од којих већина нема довољно знања да заштити своје интересе, да би банкарска гаранција утицала на сигурност емисије и на побољшање услова емисије, потребно је да она буде неакцесорна.¹⁵³⁰ Банкарска гаранција се у теорији готово увек сматра неакцесорном, јер је основни циљ исте да се омогући брза и сигурна исплата, без доказивања да наплата није била могућа, јер би се у супротном радило о банкарском јемству, а не

¹⁵²⁵Будући да није целисходно да сви инвеститори шаљу прихват понуде јемцу, требало би заузети став да исти куповином ХОВ конклюдентно дају и прихват пруженог јемства, будући да је и јемство било саставни део понуде исказане у проспекту.

¹⁵²⁶F. Otto Bornemann, H.-Otto Linnhoff, *op. cit.*, S. 30.

¹⁵²⁷http://www.nexe.rs/userDocsImages/Prospekt_obveznice.pdf, сајт посећен 22. јул 2017. године.

¹⁵²⁸http://www.vif.nl/content/sites/vwcorporate/vif_nl/en/home/investor_releation.html, сајт посећен 22. јул 2017. године.

¹⁵²⁹ЗОО, чл. 1083.

¹⁵³⁰Наш ЗОО предвиђа постојање два вида гаранције, у оквиру чл. 1083.-1086. предвиђа акцесорну гаранцију, код које корисник мора доказати да су испуњени услови из гаранције да би иста била исплаћена, и други вид гаранције, неакцесорну у оквиру члана 1087. Више : С. Перовић, Д. Стојановић, *et. all*, *Коментар закона о облигационим односима књига друга*, стр. 1070. Неки аутори наводе да се у оквиру чланова 1083.-1086., не регулише банкарска гаранција, већ банкарско јемство. Види: Стеван Шогоров, *Банкарска гаранција*, Београд, 1985, стр. 69.

гаранцији.¹⁵³¹ Дакле, код банкарске гаранције нема акцесорности у односу на основни уговор поводом кога се и установљава, што је разликује од јемства.¹⁵³² Основна карактеристика тако преузете обавезе је њена самосталност у односу на основни посао и апстрактност у односу на услове које корисник треба да испуни за наплату гарантоване суме, због чега банка не може истицати према кориснику приговоре које налогодавац, као дужник, може истицати према кориснику по обезбеђеној обавези.¹⁵³³ При исплати дематеријализованих ХОВ, банка у суштини неће ни знати којим је све инвеститорима исплатила банкарску гаранцију, будући да би оваква исплата требало да се врши преко централног депозитара у поступку клиринга и салдирања.

Поред уговорног односа, који постоји између корисника и банке, настају и други правни односи који претходе овом, па се ради у ствари о правном послу, који у себи има три различита правна односа. Први правни однос настаје између емитента и инвеститора, поводом емисије дужничких ХОВ. Као и у случају јемства, банкарска гаранција се мора дати за будућу престацију, а због неизвесности да ли ће емисија успети у целини и због своје апстрактности, она мора гласити на пуни износ планиране емисије, као да ће иста успети 100%, без обзира на то да ли је иста у реалности успела у целини. Међутим, то не значи да ће банка бити дужна да исплаћује законске затезне камате инвеститорима, будући да иста може бити ограничена по основу, на главницу и камату из ХОВ, а да не покрива остале трошкове. Битно је указати да банка на основу гаранције одговара само до висине гарантног износа, за разлику од јемства код кога се одговара за целокупно дуговање, увећано за камате и трошкове, због чега је јемство за инвеститоре боље средство обезбеђења, али је за јемца проблематичније.

Да би банка издала гаранцију, она мора са дужником из основног посла, у овом случају емитентом, да закључи уговор о издавању банкарске гаранције којим ће регулисати међусобне односе. Емитент, или неко треће лице, мора банци најчешће пружити обезбеђење, по правилу у висини гарантоване суме, које се у случају исплате активира. Када се ради о покривеном обезбеђењу, уговор има правну природу уговора о налогу,¹⁵³⁴ док код непокривеног, овај однос добија и карактеристике *stand by* кредита.

¹⁵³¹С. Шогоров, *Банкарска гаранција*, стр. 69; Радован Вукадиновић, *Међународно пословно право*, Крагујевац, 2012, стр. 821.

¹⁵³²Бојан Пајтић, „Банкарска гаранција у српском и европским правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 3/2015, стр. 1129.

¹⁵³³Р. Вукадиновић, *op. cit.*, стр. 821.

¹⁵³⁴Јелисавета Василић, „Накнада штете у банкарским пословима кроз праксу привредног судства“, *Правни Живот*, бр. 9-10/92, стр. 1566.

Што се тиче начина настанка банкарске гаранције, схватања нису уједначена, будући да постоје два става, да се ради о једнострано обавезујућем уговору¹⁵³⁵ или о једностраној изјави воље банке.¹⁵³⁶ ЗОО оставља могућност за оба тумачења, будући да не прецизира ово питање, јер само наводи да се банка обавезује повериоцу, али се не наводи како.¹⁵³⁷ Уколико се ради о једнострано обавезујућем уговору, потребан је прихват понуде банке, да би се склопио уговор. Може се сматрати да куповина ХОВ представља конклюдентну радњу у том смислу, будући да се чињеница постојања обезбеђења наводи у проспекту. Ако се ради о једностраној изјави воље, тада се не захтева да корисник гаранције писмено изјави да прихвата гаранцију.¹⁵³⁸ Дакле, банка својом вољом одређује садржину банкарске гаранције и њена обавеза према кориснику гаранције настаје њеним издавањем.¹⁵³⁹ У сваком случају, банкарска гаранција се као и јемство даје у форми једностране изјаве воље, те се чињеница издавања банкарске гаранције констатује у проспекту, а сама банкарска гаранција се објављује уз просpekt.

6.8.1.3 Државна гаранција

Државну гаранцију (нем. *Staatsgarantie, Staatsbürgerschaft*, енг. *state guarantee*), Закон о јавном дугу дефинише као условну обавезу Републике, да плати доспелу, а неизмирену новчану обавезу, у случају да локална власт, односно правно лице за које је Република дала гаранцију, не изврши плаћање о року доспећа.¹⁵⁴⁰ Она настаје на основу самог закона и има искључиво јавноправни карактер, иако је основа за њено издавање уговор између владе и примаоца гаранције. Њена садржина је у потпуности одређена на основу закона о издавању предметне гаранције, стога не постоји акцесорност на основу правила облигационог права, између основног правног посла и саме гаранције. Међутим, Закон о јавном дугу предвиђа да Република отплаћује неизмирену обавезу, уколико дужник не изврши своју обавезу, благовремено у складу са условима предвиђеним уговором о кредиту.¹⁵⁴¹ Наравно, у овом случају се не ради о кредиту, него о емисији ХОВ, али се ово правило аналогно може применити. Поред тога што закон говори да је државна гаранција условна, она то сама по себи не мора бити, уколико се усвоји закон којим се пружа гаранција, а који говори супротно. Наиме,

¹⁵³⁵Људевит Розенберг, *Обвезно право*, Загреб, 1978, стр. 329.

¹⁵³⁶Славко Царић, *Банкарски послови и хартије од вредности*, Нови Сад, 1993, стр. 36; С. Шогоров, *Банкарска гаранција*, стр. 88.

¹⁵³⁷ЗОО, чл. 1083, ст. 1.

¹⁵³⁸И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 630.

¹⁵³⁹М. Васиљевић, *op. cit.*, стр. 420; И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 630.

¹⁵⁴⁰Закон о јавном дугу, чл. 2, ст. 1, тач. 4.

¹⁵⁴¹Закон о јавном дугу, чл. 21, ст. 2.

Закон о јавном дугу је исте правне снаге као и предметни *lex specialis*, којим се одобрава гаранција, који самим тим може да дерогира општији закон. Другачија би била ситуација да сама Влада РС својом одлуком пружа гаранцију, тада би оваква гаранција била приватноправног карактера, те би се између осталог, на исту примењивало и облигационо право. Дакле, гаранција може бити условна, односно акцесорна, само уколико *lex specialis* то предвиди, а тада ће ова акцесорност произилазити из јавноправних овлашћења, односно на основу закона, а не на основу облигационог права. Карактеристике државне гаранције зависиће искључиво од предметног *lex specialis*-а, па прописи из Закона о јавном дугу нису обавезујући.¹⁵⁴²

Што се тиче даље конкретизације питања везаних за државну гаранцију, Закон о јавном дугу предвиђа да министар финансија ближе уређује услове, које морају да испуњавају дужници, да би Република дала гаранцију, поступак за подношење захтева, садржину захтева за давање гаранције, услове у погледу инструмената обезбеђења, као и висину провизије.¹⁵⁴³ Међутим, овакав подзаконски акт није још донет. Да би се у сваком појединачном случају приступило преговорима, министарство мора од владе тражити предлог основе за давање гаранције, те након што се постигне договор, министарство шаље влади нацрт уговора,¹⁵⁴⁴ а потом је потребно исти на влади усвојити, одредити потписника, те исти потписати, након чега влада покреће законодавну иницијативу. Приликом установљавања гаранције, потребно је истом покрити целокупну емисију, без обзира да ли ће она у целини успети, дакле као и у

¹⁵⁴²У упоредном праву је присутно решење да држава формира програме гаранције, које онда спроводе овлашћене финансијске институције. У СРН је у свакој од 17 држава овлашћена, или формирана гарантна банка (нем. *Bürgschaftsbank*), односно гарантно удружење (нем. *Kreditgarantiegemeinschaft*) које гарантују банкарска потраживања из кредита до висине од 1,25 милиона €, те се на тај начин остварују ниже каматне стопе. Начин њиховог деловања је, да држава на основу закона гарантује за потраживања предметних институција у оквиру програма гаранције, а ове институције потом дају своје гаранције корисницима, који на тај начин остварују боље услове финансирања код универзалних банака. Све ове институције имају заједничке услове издавања гаранција, *Allgemeine Bürgschaftsbestimmungen (ABB)*. За потраживања до 10 милиона €, постоје подстицајни институти (нем. *Landesförderinstitute*), док за износе преко тога, гаранцију даје савезна влада, некад у сарадњи са гарантним институцијама нижег нивоа, опет на сличан начин, преко финансијске институције изабране за одређени гарантни програм. Интересантно је да је једна од предметних финансијских институција, које су задужене за гаранције на савезном нивоу, али и у неколико држава за гаранције до 1,25 милиона €, *Pricewaterhouse Coopers GmbH (PwC)*. Списак институција које пружају гаранције, може се наћи на следећој адреси: <http://www.foerderdatenbank.de/Foerder-DB/Navigation/Foerderrecherche/suche.html?get=01c6e199d1950eb96a77e630a615f466%3Bsearch%3Bindex&typ=qk&act=exe&clt=Y&gbrh=&brh=&brt=&art=4&gbrb=1&gbrl=2&gry=&execsrh=Finden&cgparam.formCharset=ISO-8859-1>, сајт посећен 20.10.2018. године. Претходно описане гаранције, не покривају целокупан износ потраживања. Наравно гаранције се могу давати и ван програма гаранције путем *lex specialis*-а, када оне могу покривати целокупан износ, те уколико исте нису ограничене, тада изостаје обавеза објављивања проспекта.

¹⁵⁴³Закон о јавном дугу, чл. 18.

¹⁵⁴⁴Закон о јавном дугу, чл. 24.

претходно описаним случајевима. Наравно у проспекту се мора констатовати да је пружена ова врста гаранције.

Државна гаранција, уколико је неусловљена, пружа емитенту изузетне погодности, будући да он уз овакву гаранцију добија бонитет који има сам јавноправни субјект који је пружа. Управо због ове карактеристике, у упоредном праву постоји законско решење да емитент ХОВ, које су покривене на овај начин, не мора израђивати проспект. У праву СРН, а и на нивоу ЕУ, постоји правило да су емитенти при емисији ХОВ које су покривене неограниченом и неопозивом гаранцијом, једне од држава чланица ЕУ или територијалних организација такве државе, ослобођени обавеза везаних за проспект.¹⁵⁴⁵ Наше право нема овакав изузетак, већ се предвиђа да су од обавеза везаних за проспект ослобођени само НБС и РС,¹⁵⁴⁶ док аутономне покрајине и локалне самоуправе, морају да израђују проспекте. Увођење оваквог изузетка било би значајно за подстицање развоја тржишта капитала, поготово у нестабилној и неликвидној економији попут наше. Иначе, у нашем правном систему, држава је гаранције најчешће издавала својим јавним предузећима, при кредитном задужењу.¹⁵⁴⁷

6.8.1.4 Осигурање потраживања

Уговором о осигурању се једна страна, уговарач осигурања, обавезује да плати одређену премију осигурања, према уговором утврђеним условима, а друга уговорна страна, осигуравач се обавезује, да ако се деси осигурани случај, исплати уговарачу осигурања или трећем лицу накнаду, односно уговорену своту, или учини нешто друго.¹⁵⁴⁸ У случају осигурања потраживања (енг. *payment protection insurance, credit insurance*, нем. *Kreditversicherung, Forderungsausfallversicherung*), осигуравајуће друштво пружа обезбеђење у случају ризика неплаћања, односно кашњења у плаћању,

¹⁵⁴⁵VO (EU) 2017/1129, Art. 1, Abs. 2, Sublit. d.

¹⁵⁴⁶ЗТК, чл. 5, ст. 1.

¹⁵⁴⁷Држава је гаранције одобравала нпр. Електроривреди Србије (Закон о давању гаранције Р. Србије немачкој финансијској институцији *KfW* по задужењу ЈП „Електропривреда Србије“, „Сл. гласник РС“, бр. 24/2011), ЈП Србијагас (Закон о давању гаранције Р. Србије у корист „Банца Интеса“ А.Д. Београд по задужењу ЈП „Србијагас“ Нови Сад, „Сл. гласник РС“, бр. 18/2010), РТБ Бор (Закон о давању гаранције Р. Србије у корист *Export Development Canada* по задужењу РТБ Бор - Групе рударско-топионичарског басена Бор Д.О.О. у реструктурирању „Сл. гласник РС“, бр. 91/2010), ЈП Путеви Србије (Закон о давању гаранције Р. Србије у корист „Марфин Банк“ А.Д. Београд по задужењу ЈП „Путеви Србије“, „Сл. Гласник РС“, бр. 54/2009), али и привредним друштвима попут бившег ЈАТ-а (Закон о давању гаранције Р. Србије у корист *Banca Intesa* А.Д. Београд по задужењу акционарског друштва за ваздушни саобраћај „*Jat Airways*“ А.Д. Београд, „Сл. Гласник РС“, бр. 124/2012).

¹⁵⁴⁸М. Васиљевић, *op. cit.*, стр. 179.

због несолвентности или других догађаја, или поступака.¹⁵⁴⁹ Ради се о класичном уговору о осигурању, с тим да је ризик који се осигурава, доцња у плаћању обавеза поводом емисије дужничких ХОВ. Осигурани случај ће наступити, ако дужник из узрока наведених у условима осигурања, не изврши своју доспелу обавезу повериоцу.¹⁵⁵⁰ У случају исплате накнаде осигурања, долази до законске суброгације, када ће осигуравајуће друштво имати регресни захтев према емитенту. Емитент као уговарач осигурања, закључује уговор о осигурању у своје име, али за рачун будућих власника ХОВ који ће бити осигураници. Круг осигураника није унапред познат, стога у полиси он мора бити одредив, а не тачно одређен.

Осигурање потраживања, које је релевантно код емисија ХОВ, ни у ком случају није акцесорно у односу на основни правни посао, па осигуравајуће друштво неће моћи инвеститорима да истиче приговоре, који стоје на страни емитента. Издавање полисе осигурања мора бити констатовано у проспекту, а иста мора бити објављена у целини уз проспект. За заснивање осигурања, није потребна изјава воље будућих власника ХОВ, већ осигуравајуће друштво издаје полису осигурања као једнострану изјаву воље, коју даје за будућу обавезу. Што се тиче висине обезбеђења, пожељно је да оно буде у висини вредности емисије, јер није сигурно у ком обиму ће емисија успети, осим у случају покровитељства. Могуће је уговорити франшизу, код које се покрива само део настале штете, али ће то свакако утицати и на висину камате и квалитет емитованих ХОВ. Овај тип осигурања у нашем правном систему није законски регулисан, јер се ЗОО на њега не примењује.¹⁵⁵¹ Осигурање потраживања је специфично по томе што је ризик за осигуравајуће друштво релативно висок, а поготово уколико се узме у обзир да је вредност емисије велика. Стога се прибегава реосигурању, а од емитента се најчешће траже и додатна средства обезбеђења у виду хипотеке, јемстава, залогe, итд.

6.8.2 Реална (стварна) средства обезбеђења

У реална средства обезбеђења емисије ХОВ, спадају хипотека и залога. Најчешће се користи залога на потраживањима, јер је она основа билансне секјуритизације дуговања, а партиципативне обвезнице су у већини развијених земаља најбројнији тип ХОВ. Често се користи и залога на ХОВ, јер се лако може установити, а ХОВ могу имати велику вредност. Ређе се користи хипотека, будући да је вредност

¹⁵⁴⁹Закон о осигурању, чл. 9, ст. 1, тач. 14. Овај закон користи назив осигурање кредита, што је иначе синоним за појам осигурање потраживања, с тим да је ипак тачнији назив осигурање потраживања.

¹⁵⁵⁰И. Јанковец, *op. cit.*, стр. 569.

¹⁵⁵¹ЗОО, чл. 899, ст. 2.

емисије најчешће изузетно велика, стога и вредност хипотека у пулу обезбеђења мора бити таква, што често није могуће остварити, осим код привредних друштава које послују са непокретностима. Из истог разлога, ретко се конституише залога на стварима, док би залога на уделу у привредном друштву могла да послужи као подобно средство, наравно у случају да се установљава на уделима неког трећег лица, а не емитента. За разлику од персоналних средстава обезбеђења, где су односи власника ХОВ и даваоца обезбеђења чисто облигационо правне природе, код реалних средстава обезбеђења јављају се и односи стварноправне природе.

6.8.2.1 Хипотека

Хипотека (енг. *mortgage*, нем. *Hypothek*) је заложно право на непокретности, које овлашћује повериоца да, ако дужник не исплати дуг о доспелости захтева, наплати потраживање обезбеђено хипотеком из вредности непокретности, пре обичних поверилаца и пре доцнијих хипотекарних поверилаца, без обзира у чијој својини се непокретност налази.¹⁵⁵² Она се поред непокретности, може установити на бродовима и ваздухопловима. Хипотека на броду је стварно право на броду, односно карату, који служе као средство обезбеђења дуга, а на основу кога хипотекарни поверилац може да се намири, из продајне цене брода остварене судском или вансудском продајом брода.¹⁵⁵³ У случају ваздухоплова, закон говори о заложном праву, а не о хипотеци. Међутим, овај закон не врши даљу разраду овог института, већ наводи да сходно треба применити правила везана за хипотеку.¹⁵⁵⁴ Будући да је начин заснивања овакве залогне идентичан заснивању хипотеке, ради се о институту који је много ближи хипотеци него залози, те је исти и обрађен на овом месту. Закон овај институт дефинише као право, по коме је поверилац овлашћен да се намири из продајне цене ваздухоплова, остварене судском продајом, ако му потраживање обезбеђено уговорним заложним правом не буде намирено о доспелости.¹⁵⁵⁵ Све претходно описане хипотеке су акцесорног карактера и у случају да престане да постоји потраживање које обезбеђује, хипотека престаје да постоји.

Како би се обезбедило да инвеститори буду у потпуности обезбеђени, често се прибегава препокривености, односно хипотека се издаје у вредности већој од вредности емисије. Наиме, при наплати потраживања из хипотеке, може доћи до продаје исте,

¹⁵⁵²ЗХ, чл. 2.

¹⁵⁵³ЗТБ, чл. 3, ст. 1, тач. 111.

¹⁵⁵⁴Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају, чл. 153.

¹⁵⁵⁵Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају, чл. 144, ст. 1.

знатно испод њене тржишне вредности. Исто прописује и наш закон, који наводи да се прва продаја обавља по 75% вредности, док се друга продаја врши по цени која није нижа од 60% процењене тржишне вредности непокретности.¹⁵⁵⁶ Препокривеност се врши и у случају установљавања залогe.

Проблем који се јавља при обезбеђењу емисије дужничких ХОВ путем хипотеке је њено заснивање, будући да се обезбеђење даје за серијске ХОВ, те хипотеку није могуће засновати на основу уговора са инвеститорима. Они у овом случају још нису познати, а такође их је много, па технички није могуће да се заснује уговор. Стога је једина могућност да се заснује једнострана хипотека, односно да се пружи заложна изјава. Иако постоји могућност заснивања једностране хипотеке на непокретностима, проблем који спречава формирање овог типа обезбеђења у оквиру нашег правног система је форма њеног преноса. Закон о хипотеци (даље у тексту: ЗХ) прописује да пренос потраживања које је обезбеђено хипотеком, мора бити обављено у форми јавнобележничког записа или јавнобележничке (солемнизоване) исправе.¹⁵⁵⁷ Дакле, овај начин преноса мора пратити и пренос обезбеђене ХОВ, што у пракси није могуће, због начина трговања на тржишту капитала, где се упарују налози понуде и потражње. Уколико би се оваквим ХОВ трговало, без претходно описане форме, такав уговор би био ништав, стога у нашем правном систему није могуће установити хипотеку као средство обезбеђења ХОВ.

Што се тиче установљавања хипотеке на броду, захтева се закључење уговора о хипотеци,¹⁵⁵⁸ али законом се даље не регулише садржина овог уговора и тражена форма за његово заснивање. Форма хипотеке се може извести на основу правила која регулишу јавнобележничку делатност, будући да је предвиђено да се хипотека може сачинити у форми јавнобележничког записа¹⁵⁵⁹ или солемнизоване исправе.¹⁵⁶⁰ Међутим, не предвиђа се сходна примена правила из закона којим се регулише хипотека на непокретностима, али се предвиђа да се може извршити намирење путем судске и вансудске продаје.¹⁵⁶¹ Стога, постоји недоумица да ли се оваква хипотека може засновати путем једностране изјаве воље. У прилог оваквој могућности иде то

¹⁵⁵⁶ЗХ, чл. 35, ст. 6 и 7.

¹⁵⁵⁷ЗХ, чл. 20, ст. 3, тач. 1, у вези са ЗХ, чл. 10.

¹⁵⁵⁸ЗТБ, чл. 64, ст. 2.

¹⁵⁵⁹Закон о јавном бележничтву („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011, 85/2012, 19/2013, 55/2014 – др. закон, 93/2014 – др. закон, 121/2014, 6/2015 и 106/2015, даље у фуснотама: ЗЈБ), чл. 82, ст. 1, тач. 3.

¹⁵⁶⁰ЗЈБ, чл. 93, ст. 2, тач. 2.

¹⁵⁶¹ЗТБ, чл. 3, ст. 1, тач. 111.

што је уговор о хипотеци једнострано обавезујући, а овакви уговори се могу сачинити једностраном изјавом воље стране која се обавезује. Због тога би Народна скупштина требала да пружи аутентично тумачење прописа, како би се отклониле сумње.

Када говоримо о залози на ваздухоплову, закон наводи да се сходно примењују правила ЗХ¹⁵⁶² и да се намирење потраживања врши у оквиру судског поступка.¹⁵⁶³ Будући да је закон на овај начин ограничио начин намирења, није могућа вансудска продаја непокретности, али се продаја може извршити у оквиру поступка извршења, јер је једнострана хипотека извршна исправа.¹⁵⁶⁴ Треба још навести да закон говори о уговорној хипотеци,¹⁵⁶⁵ стога као и у случају хипотеке на броду, није јасно да ли је могуће установити једнострану хипотеку. Будући да се врши сходна примена ЗХ, којим је предвиђена једнострана хипотека, има места тумачењу да је могуће установити једнострану хипотеку. Будући да је уговор о хипотеци једнострано обавезујући, он се као и у случају јемства може дати у оквиру једностране изјаве воље, због чега се може закључити да је исту могуће пружити у облику једностране изјаве, што и предвиђа ЗХ. Међутим, није могуће са сигурношћу одговорити на ово питање, јер не постоји аутентично тумачење Народне скупштине или пракса која говори у прилог томе.

Чак и када би се могла издати једнострана хипотека, односно залога на ваздухоплову, на основу ЗХ, опет би приликом преноса ХОВ постојао проблем са захтеваном јавнобележничком формом уговора, због чега би била ограничена негоцијабилност. Што се тиче хипотеке на броду, закон не предвиђа сходну примену ЗХ, те се може посредно извести закључак да је могућ пренос без захтева овакве форме. У праву СРН, постоји решење да се приликом преноса потраживања врши и пренос посредних права попут хипотека,¹⁵⁶⁶ али се не захтева иста форма прописана за хипотеку приликом преноса потраживања.¹⁵⁶⁷ Разлог за овакав начин преноса је акцесорност хипотеке, која се увек преноси заједно са потраживањем, а никако једно без другог.¹⁵⁶⁸ Исто решење има и ЗОО у погледу преноса споредних потраживања, па

¹⁵⁶²Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају, чл. 153.

¹⁵⁶³Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају, чл. 144, ст. 1 и чл. 64, ст. 1.

¹⁵⁶⁴ЗХ, чл. 15, ст. 1.

¹⁵⁶⁵Види: Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају, чл. 133, 144-153.

¹⁵⁶⁶BGB, Art. 401, Abs. 1.

¹⁵⁶⁷BGB, Art. 1153.

¹⁵⁶⁸Heinz Georg Bamberger, Herbert Roth, *et. all, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2*, München, 2012, S. 2483.

и хипотеке.¹⁵⁶⁹ Међутим, проблем прави ЗХ и форма прописана у оквиру овог закона.¹⁵⁷⁰

Наш правни систем познаје само једну врсту хипотеке, акцесорну, док у упоредном праву, попут у СРН, постоје две врсте и то акцесорна (нем. *Hypothek*) и неакцесорна хипотека (нем. *Grundschild*).¹⁵⁷¹ Неакцесорну хипотеку познаје и право Швајцарске Конфедерације, где се хипотекарно писмо (нем. *Schuldbrief*) може издати и у облику ХОВ (нем. *Papier-Schuldbrief*),¹⁵⁷² док право СР Аустрије познаје само акцесорну хипотеку. У немачком праву, уколико се неакцесорна хипотека издаје у облику ХОВ, она може гласити само на доносиоца,¹⁵⁷³ а постоји могућност да се накнадно претвори у ХОВ на име.¹⁵⁷⁴

Обе врсте хипотеке могу се користити као средство обезбеђења, али се због својих карактеристика у СРН већином користи неакцесорна хипотека, јер је независна од главног потраживања, може се од њега одвојити, лакша је новација и повећање вредности потраживања које се обезбеђује, као и промена потраживања које се обезбеђује, а олакшава се осигурање конзорцијалних кредита, кредитних линија и финансирање грађевинских послова.¹⁵⁷⁵ Код ове хипотеке, долази до обједињавања потраживања и хипотеке, па евентуална ништавост основног посла, након њеног настанка, више нема утицаја на постојање дуга и хипотеку, те дужник мора исплатити дуговање из неакцесорне хипотеке, да би ослободио своју непокретност оптерећења.¹⁵⁷⁶ У случају да је поводом кредита издата неакцесорна хипотека, тада се отплата потраживања врши путем исплате *Grundschild-a*, будући да је потраживање интегрисано у њега.¹⁵⁷⁷

¹⁵⁶⁹ЗОО, чл. 437, ст. 1.

¹⁵⁷⁰ЗХ, чл. 20, ст. 3, тач. 1, у вези са ЗХ, чл. 10.

¹⁵⁷¹Више: Н. Peter Westermann, В. Grunewald, G. Maier-Reimer, *op. cit.*, S. 4291-4336. Неакцесорна хипотека је први пут регулисана у октобру 1848. године у Мекленбургу (нем. *Mecklenburgische Hypothekenordnung für Landgüter“ vom Oktober 1848*), а уведена је као својеврсни експеримент. Овај институт је 1872. преузео Пруски закон о имовинским односима (нем. *Preußische Gesetz über den Eigentumserwerb und die dingliche Belastung der Grundstücke*) да би се из истог извршила рецепција у Грађански законик (BGB). Овај вид хипотеке дуго времена није у пракси заживео, али је временом скоро потиснуо акцесорну хипотеку из примене.

¹⁵⁷²ZGB, Art. 860.

¹⁵⁷³BGB, Par. 234 und 1195.

¹⁵⁷⁴BGB, Par. 806.

¹⁵⁷⁵R. Smola, *op. cit.*, S. 63.

¹⁵⁷⁶Н. Peter Westermann, В. Grunewald, G. Maier-Reimer, *op. cit.*, S. 4292.

¹⁵⁷⁷Види: BGB, Par. 1199.

Поред претходно описаних врста хипотека, постоје и неке које нису подесне за обезбеђење емисије ХОВ, али могу послужити као актива за секјуритизацију или обезбеђење активе. У праву СРН постоје два типа оваквих хипотека. Први је *Rentenschuld*, као посебна врста *Grundschild*-а, код кога се потраживање исплаћује из прихода остварених од непокретности у уговореном периоду, а оптерећење се скида након што истекне уговорени рок. Овај тип хипотеке је подесан за секјуритизацију прихода од непокретности. Други тип је сигурносна неакцесорна хипотека (нем. *Sicherungsgrundschuld, Zweckvereinbarung*),¹⁵⁷⁸ где постоји делимична акцесорност,¹⁵⁷⁹ јер је она повезана за судбину основног потраживања, а ништавост истог повлачи посредно и њен престанак.¹⁵⁸⁰ Иста се може јавити само као обезбеђење активе унете у секјуритизацију.

6.8.2.2 Залоза

Заложно право (нем. *Pfand*, енг. *pledge*) је ограничено право на ствари или праву, које овлашћује заложног повериоца, чије је потраживање обезбеђено тим правом, да се по доспећу, ако потраживање не буде намирено, намири из вредности залозе.¹⁵⁸¹ Право на намирење (лат. *ius distrahendi*) овлашћује повериоца да доспело ненамирено потраживање, намири из вредности залозе, али и да од сваког трећег лица захтева да трпи намирење из вредности залозе, ако законом није ништа друго одређено.¹⁵⁸² Залоза је реално средство обезбеђења, које се може установити на стварима или правима. Разликујемо државинску и недржавинску залозу, у зависности од тога да ли се предмет залозе предаје у државину повериоцу. ЗОО дефинише државинску залозу ствари, као уговор којим се обавезује дужник, или неко трећи (залогодавац) према повериоцу (залогопримцу), да му преда неку покретну ствар, на којој постоји право својине, да би се пре осталих поверилаца могао наплатити из њене вредности, ако му потраживање не буде исплаћено о доспелости, а поверилац се обавезује да примљену ствар чува и по престанку свог потраживања врати неоштећену залогодавцу.¹⁵⁸³

¹⁵⁷⁸BGB, Par. 1192, Abs 1a, S. 1.

¹⁵⁷⁹Овде се ради о издатој неакцесорној хипотеци (нем. *Grundschild*), која се уговором (нем. *Sicherungsvertrag*) даје у залозу за плаћање дуговања банци. Када се отплати потраживање из уговора, власник неакцесорне хипотеке има право да тражи њено враћање. Такође, уколико је основни уговор којим се успоставља потраживање ништав, то повлачи ништавост уговора о залози (нем. *Sicherungsvertrag*) и обавезу враћања неакцесорне хипотеке власнику.

¹⁵⁸⁰H. Peter Westermann, B. Grunewald, G. Maier-Reimer, *op. cit.*, S. 4292.

¹⁵⁸¹Gabriјela Mihelčić, „Pravni položaj kupca/vlasnika nekretnine u hipotekarnom režimu“, *Zbornik pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, br.1/2009, str. 629.

¹⁵⁸²*Ibidem*.

¹⁵⁸³ЗОО, чл. 966.

Државинска залога се ретко јавља као средство обезбеђења при емисији дужничких ХОВ, будући да је вредност емисије обично велика, те је потребна велика количина ствари које се оптерећују, како би се постигла тражена вредност. Такође, проблем при установљавању оваквог обезбеђења је складиштење ових ствари, будући да их поверилац мора чувати, а залогодавац неће моћи исте користити, што може бити проблем с обзиром на време доспелости дужничких ХОВ, које је најчешће неколико година. Међутим, у пракси ипак има и оваквих примера, те је италијанска млекара *4 Madonne Caseificio dell' Emilia Società Cooperativa Agricola* из Модене, иначе произвођача пармезана, извршила емисију обвезница обезбеђених државинском залогом на колутовима пармезана.¹⁵⁸⁴ Будући да пармезан пре продаје сазрева дужи временски период, произвођачу није био проблем да исти заложити, а посебно што је конкретно овај произвођач користио туђе складиште за његово сазревање, што је омогућило оптерећење. Овакву врсту залог је могуће замислити код генеричних ствари, што пармезан свакако јесте, будући да у јавном складишту код кога би залогодавац положио предметне ствари, увек мора имати исту количину генеричних ствари, које не морају бити оне ствари које су и првобитно положене. Овакав вид обезбеђења је могуће употребити код производње било ког индустријског производа, код кога постоје ускладиштени вишкови, али и у случају пољопривредних производа, који нису лако кварљиви или морају да одлеже, попут вина. Дакле, потребан је стални лагер оваквих ствари, што нису сви у стању да себи дозволе. Теоријски је могуће замислити да се обезбеђење пружа и на индивидуално одређеним стварима, али због специфичности емисије, а пре свега велике вредности, у пракси то није могуће. Стога се залога најчешће установљава на ХОВ, будући да власник истих може себи приуштити да их не прометује, а с друге стране оне могу бити екстремно вредне. У данашње време, залога ХОВ се најчешће установљава електронски, када се дематеријализоване ХОВ депонују на заложни рачун.¹⁵⁸⁵

Поред залог на стварима, постоји и залога на правима, а једино право које се може залажити у случају дужничких ХОВ јесте потраживање. ЗОО не садржи дефиницију ове врсте залог, већ само наводи који се то услови морају испунити да би се она установила. Наводи се да је за стицање заложног права на неком потраживању, потребно да дужник буде писмено обавештен о закљученом уговору о залози, те да је

¹⁵⁸⁴ <http://www.caseificio4madonne.it/images/investor-relations/documento-ammissione-borsa-italiana.pdf>, сајт посећен 23.07.2017. године. У овом случају је постојала прекривеност емисије у износу од 120%, како би се повериоци додатно обезбедили.

¹⁵⁸⁵ Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 33.

залогодавац дужан предати залогопримцу исправе о заложеном потраживању.¹⁵⁸⁶ Управо је залога на потраживањима, најчешће коришћена врста обезбеђења дужничких ХОВ, јер је она у основи поступка билансне секјуритизације дуговања. Међутим, залога у оквиру овог поступка је законска, а не уговорна. Наиме, исту установљава сама банка уписом потраживања и хипотеке, која је споредно право из овог потраживања, у регистар покрића. Најчешће се користе потраживања обезбеђена хипотеком на непокретностима или потраживања јавноправних субјеката, а најређе потраживања обезбеђена хипотеком на броду или на ваздухоплову. Тако је, на пример у СРН, у периоду од 2003. до 2009. године, извршена емисија покривених обвезница у укупној вредности од 1.123 милијарди евра, од чега 799 милијарди отпада на обвезнице обезбеђене залогом на потраживањима јавноправних субјеката, или 71,1%, следећих 308 милијарди, или 27,5% отпада на потраживања обезбеђена хипотеком и на крају 15,8 милијарди евра, или 1,4% на потраживања обезбеђена хипотеком на броду.¹⁵⁸⁷ Прва емисија обвезница покривених потраживањима обезбеђених хипотеком на ваздухоплову, на целокупном светском тржишту, емитована је тек 2012. године, од стране *Norddeutsche Landesbank (NordLB)*, са волуменом од 500 милиона евра.¹⁵⁸⁸ На жалост, у нашем правном систему овај тип законске залогне на потраживању није могуће установити, јер не постоји потребна регулатива. Могуће је установити уговорну залогну на потраживањима, а ова могућност се ређе користи као средство обезбеђења у упоредном праву.

Бездржавинска залога је законски дефинисана као уговор, којим се залогодавац обавезује према повериоцу да му пружи обезбеђење за његово потраживање, тако што ће се повериочево право, на ствари залогодавца, уписати у регистар заложног права,¹⁵⁸⁹ који води АПР. Најбитнија ствар у случају залогне је обезбедити првенство наплате потраживања, а тај циљ се може постићи предајом ствари у случају државинске залогне или путем уписа у регистар залогне, будући да је регистар залогне по својој природи јаван, јер је јединствена електронска база података, па је самом том ситуацијом публицитет остварен.¹⁵⁹⁰ Код установљавања залогне уз упис у регистар, за дејство

¹⁵⁸⁶ЗОО, чл. 989, ст. 1 и 2. Након обавештавања дужник новац исплаћује залогопримцу, који исти чува за рачун залогодавца, а на захтев залогодавца мора га положити у депозит суда, уз задржање износа који му припада. Ово обавештење се у пракси шаље након што заложни дужник упадне у доцњу.

¹⁵⁸⁷<https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2011125329>, сајт посећен 13.02.2019. године.

¹⁵⁸⁸https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/pfandbriefe-weltweit-erster-flugzeug-pfandbrief-am-markt-platziert_H1474853409_6529, сајт посећен 13.02.2019. године.

¹⁵⁸⁹Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, („Сл. гласник РС“, бр. 57/2003, 61/2005, 64/2006 - испр., 99/2011 - др. закони и 31/2019), чл. 2, ст. 1.

¹⁵⁹⁰Јован Стојановић, „Заложно право *sui generis* грађанског права“, *Европска Ревуја*, бр. 2/2016, стр. 90.

залоге се не захтева обавештавање, већ упис у регистар.¹⁵⁹¹ Будући да је оваквим уписом обзнањено да постоји залога, постоји необорива претпоставка да је лице које би прибавило овакву ствар, морало знати да је иста оптерећена, те мора трпити извршење на истој. Стога се бездржавинска залога може установити на индивидуално одређеној ствари, којом залогодавац може слободно располагати, на генеричним стварима које морају бити одређене по врсти и количини, уз навођење по чему се разликују од осталих ствари, као и на збиру покретних ствари које се налазе на одређеном месту.¹⁵⁹² Предмет бездржавинске залоге могу бити и потраживања, а залога настаје уписом у регистар, без обзира да ли је дужник раније обавештен о залагању.¹⁵⁹³ Наравно, дужник неће исплату вршити залогопримцу, пре но што буде обавештен о залози.¹⁵⁹⁴

Залога увек настаје на основу уговора, што је проблем у случају обезбеђења дужничких ХОВ, јер се не може начинити уговор са инвеститорима, будући да исти не постоје у тренутку њеног стварања. Стога се мора створити правна конструкција, која би могла обезбедити инвеститорима да могу своје потраживање наплатити из вредности положених ствари. Дакле, морамо имати две уговорне стране, једна је неупитно залогодавац, те конструкцију треба направити на страни залогопримца. Неки правни системи познају институт повереника (енг. *trustee*, нем. *Treuhänder*), формиран на основу права и обичаја, а који је именован као заступник и заштитник интереса инвеститора приликом јавне емисије дужничких ХОВ, како би се предупредили проблеми са предузимањем колективних активности у правцу заштите интереса власника дужничких ХОВ.¹⁵⁹⁵ Управо овај повереник јавља се као друга уговорна страна, која уговор потписује у своје име, али за рачун инвеститора, те се појављује у улози комисионара. У англосаксонском праву повереник мора бити регистрован као труст компанија, која ће према власницима ХОВ имати фидуцијарну одговорност. Први примери примене овог механизма везују се за САД, где су крајем 19. и почетком 20. века, неке од великих железничких компанија, попут *Southern Pacific Company* у свом поседу имале велике количине акција и обвезница подређених компанија, које су предате у залогу комисионару, како би се осигурала исплата обвезница.¹⁵⁹⁶

¹⁵⁹¹Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, чл. 11.

¹⁵⁹²Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, чл. 9, ст. 1-3. Уколико се полагање ствари врши у јавном складишту, тада складиштар издаје складишницу. Путем залагања складишнице, долази до установљивања залоге на генеричним стварима у случају државинске залоге.

¹⁵⁹³Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, чл. 10, ст. 2.

¹⁵⁹⁴Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар, чл. 11, ст. 1.

¹⁵⁹⁵S. L. Schwarcs, G. M. Sergi, *op. cit.*, p. 1038.

¹⁵⁹⁶John Joseph. Rahill, *Corporation Accounting and Corporation Law*, Fresno California 1906, p. 140.

У нашем правном системуitrust није регулисан, па се мора направити другачија правна конструкција. Прва могућност је путем примене института уговора у корист трећег лица, којим се може регулисати комисионо иступање повереника. Уговором у корист трећег лица, уговарач користи (повереник), уговара у своје име, потраживање у корист трећег лица (инвеститора), па ово лице стиче сопствено и непосредно право према дужнику (заложни дужник), ако није шта друго уговорено или не произлази из околности посла.¹⁵⁹⁷ Уговарач користи има право да захтева од дужника да изврши према трећем, оно што је уговорено.¹⁵⁹⁸ Међутим, проблем у конструкцији је да уговарач користи за трећег, може опозвати или изменити ову корист за трећег, све док трећи не изјави да прихвата оно што је уговорено у његову корист.¹⁵⁹⁹ Он се може решити на тај начин да инвеститор приликом куповине ХОВ, или подношења уписнице, потпише изјаву којом прихвата корист која проистиче из уговора о залози. Међутим, најбоље решење би било законски установити институт повереника, те прописати услове за обављање делатности, као и његову фидуцијарну одговорност на основу закона. Друга могућност је везана за случај државинске залогe, код које се ствар полаже у државину трећег лица, нпр. складиштара, а не залогопримца, као и код бездржавинске залогe, где би се теоријски могла користити конструкција као у случају јемства. Наиме, залога је једнострано обавезујући уговор, који може настати на основу једностране изјаве воље залогодавца и конклюдентног прихватања такве изјаве од стране залогопримца. У пракси би се могао заузети став да је куповина ХОВ, обезбеђених залогом, конклюдентна радња којом се даје прихват понуде, будући да је понуда за закључење залогe наведена у проспекту. Код бездржавинске залогe, 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.¹⁶⁰⁰ Стога би за установљавање овакве залогe требало решити ове техничке проблеме. У нашем праву, залогу није могуће установити на банкарским потраживањима, будући да су она изузета од прометовања, па би требало увести и ову могућност.¹⁶⁰¹

¹⁵⁹⁷ЗОО, чл. 149, ст. 1.

¹⁵⁹⁸ЗОО, чл. 149, ст. 2.

¹⁵⁹⁹ЗОО, чл. 150, ст. 1.

¹⁶⁰⁰Више: <https://www.apr.gov.rs/заложно-право/упутства/упутства/регистрација-заложног-права.1412.html>, сајт посећен 04.05.2020. године.

¹⁶⁰¹За више погледај поднаслов: Ванбилансна секјуритизација.

6.9 ОБАВЕЗА УВРШТАВАЊА И ПЛАСИРАЊА ХОВ НА ОДГОВАРАЈУЋЕ ТРЖИШТЕ

Уврштавање је поступак укључивања ХОВ на трговање на регулисано или МТП тржиште. ХОВ се могу пласирати и на ОТЦ тржишту. У овом случају се не ради о укључивању, будући да се не спроводи поступак који претходи продаји ХОВ на овом тржишту, нити се испитују услови за пласман. Ова обавеза терети емитента или финансијског посредника, у зависности од тога да ли је вршено покровитељство.¹⁶⁰² Ради се о обавези, будући да се власничке ХОВ јавноправних АД законски морају уврстити у трговање на регулисано или МТП тржиште. Поред тога што не постоји законска обавеза да се остале ХОВ морају уврстити, односно пласирати, фактички се то мора урадити, јер је сврха емисије да ХОВ буду у промету, што се може учинити само уз уврштавање, односно пласирање. Такође, мора се испоштовати начин уврштавања, односно пласирања наведен у проспекту, будући да би се у супротном активирала одговорност за садржину проспекта. Наш правни систем по угледу на право ЕУ и *MIFID II*,¹⁶⁰³ као место трговања разликује регулисано, МТП и ОТЦ тржиште.¹⁶⁰⁴

Регулисано тржиште, у претходном закону названо берзанско тржиште,¹⁶⁰⁵ место је трговања које може искључиво берза организовати и њим управљати. У нашем правном систему, ово тржиште се дели на листинг и *Open Market* сегмент.¹⁶⁰⁶

МТП тржиште се од берзанског разликује по захтевима за укључење, правилима везаним за информисање инвеститора и по томе ко може бити његов организатор. Наиме, закон предвиђа да регулисано тржиште може организовати искључиво берза, док МТП може организовати брокерско-дилерско друштво или берза.¹⁶⁰⁷

У нашем случају Београдска берза је организатор регулисаног и МТП тржишта.

Специфичност нашег система је да се након укључења власничких ХОВ у одговарајући сегмент тржишта њима може трговати, искључиво на том сегменту, уз

¹⁶⁰²Када финансијски посредник врши покровитељство, он се налази у позицији понуђача, кога такође терети обавеза уврштавања, односно пласирања.

¹⁶⁰³Види: R 2014/65/EU.

¹⁶⁰⁴ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 22а.

¹⁶⁰⁵Види: ЗТХОВ, чл. 10.

¹⁶⁰⁶Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 58, ст. 1, тач. 1.

¹⁶⁰⁷ЗТК, чл. 95.

свега неколико изузетака, попут блок трговине, која може бити договорена и ван берзанског састанка, али се иста ипак спроводи кроз систем берзе.¹⁶⁰⁸

Битно је указати на два критеријума која утичу на трговање, а то су информисаност инвеститора о предметној ХОВ и висока ликвидност, која омогућава избегавање или ограничење курсних удара и један константан и праведан курс.¹⁶⁰⁹ Испуњавање ова два критеријума од значаја је приликом укључења ХОВ на одговарајући сегмент тржишта. Информисаност се приликом укључења ХОВ у трговање постиже путем проспекта за укључење, а у секундарном трговању путем обавезе периодичног објављивања извештаја.

Услови за укључење ХОВ на одговарајуће тржиште, у нашем праву су регулисани од стране организатора тржишта,¹⁶¹⁰ док је у упоредном праву чешће да се то чини на националном нивоу, како би се уједначио рад свих берзи у једној држави, што је случај и у праву СРН.¹⁶¹¹ Све ХОВ које се укључују на регулисано и МТП тржиште су груписане (сегментиране) на основу услова и критеријума за укључење у трговање, врсте ХОВ којом се може трговати, методама трговања, фазама и дужином трајања фаза трговања, налозима за трговање који се могу успоставити, као и другим тржишним елементима.¹⁶¹² Краткорочним ХОВ се не може трговати на сегментима листинга,¹⁶¹³ док се дугорочне ХОВ које издају РС и НБС укључују одмах на *Prime* сегмент листинга.¹⁶¹⁴

Што се тиче методе трговања, на регулисаном тржишту прометовање се врши само методом континуираног трговања, а на МТП тржишту методом континуираног

¹⁶⁰⁸Блок трансакција је у нашем правном систему начин трговине ХОВ, којима се тргује на регулисаном, или МТП тржишту, при чему се трансакција договара ван берзанског састанка, на коме се тргује методом преовлађујуће цене, или методом континуираног трговања и то у билатералном односу једног купца и једног продавца, али путем налога склопљених путем система берзе. Да би се могло приступити овом виду трансакције, морају бити испуњени услови у погледу минималног вредносног цензуса и минималног процентуалног удела ХОВ којима се тргује. Ван регулисаног и МТП тржишта, могућ је и безтеретан пренос власничких ХОВ, у случају уговора о доживотном издржавању, расподели имовине за живота, правоснажног решења о наслеђивању, правоснажног судског поравнања и друге правоснажне судске одлуке, односно одлуке надлежног органа. Више: ЗТК, чл. 46-48; Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 115-119; Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 48-60.

¹⁶⁰⁹К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 424.

¹⁶¹⁰Види: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд; Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд.

¹⁶¹¹Види: BörsZulV.

¹⁶¹²Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 60.

¹⁶¹³Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 59, ст. 2.

¹⁶¹⁴Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 5.

трговања или методом преовлађујуће цене.¹⁶¹⁵ Свака метода трговања има своје фазе, чија је дужина унапред одређена, као и врсте налога који се могу издати. Код методе континуираног трговања, постоји више фаза трговине, а упаривање налога тече стално, с тим да се неупарени налози, уколико је то могуће, упарују на крају сваке фазе трговања.¹⁶¹⁶ У случају метода преовлађујуће цене, упаривање налога се врши према преовлађујућој цени, која се утврђује у неколико првих фаза, да би се потом у фази трговине прешло на закључивање налога,¹⁶¹⁷ због чега су прописане врсте налога које се приоритетно упарују, док овакво правило не постоји код метода континуиране цене.¹⁶¹⁸ Преостали критеријуми који се захтевају за укључење у одређени сегмент тржишта, тичу се вредности капитализације емитента, вредности емисије дужничких ХОВ, броја ХОВ које су дистрибуиране најширој јавности (енг. *free float*) или маркет импакта.

Наш законодавац предвиђа да се власничке ХОВ јавних АД морају укључити у трговање на регулисано или МТП тржиште, због чега њихово уврштавање на ОЦ тржишту није могуће.¹⁶¹⁹ У упоредном праву се акције јавних АД морају укључити у трговање на регулисано или МТП тржиште, али није искључена могућност да једна акција буде истовремено укључена на трговање на сва три сегмента. У СРН се под јавним АД (нем. *Börsennotierte-Aktiengesellschaft*) сматра друштво чије су акције укључене на трговање на тржишту, које је регулисано и надзирано од стране државе,¹⁶²⁰ дакле на регулисаном или МТП тржишту. Стога се на ОЦ тржиште уврштавају само акције нејавних АД и дужничке ХОВ нуђене јавном и приватном понудом.¹⁶²¹

Као што је раније речено, у нашем правном систему није могуће трговање власничким ХОВ ван регулисаног или МТП тржишта, а овакву забрану посредно је могуће извести из ЗТК, будући да исти налаже укључење власничких ХОВ на једно од ова два тржишта, а не предвиђа општи изузетак да се може трговати ван ових тржишта.¹⁶²² Подзаконски акти такође наводе да трговање у случају акција јавних АД,

¹⁶¹⁵Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 76. За више о разлици ове две методе погледај: чл. 91-100, за метод преовлађујуће цене и чл. 101-114, за метод континуираног пословања, све у оквиру Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд.

¹⁶¹⁶За више: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 101–114.

¹⁶¹⁷За више: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 91-100.

¹⁶¹⁸Види: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 99.

¹⁶¹⁹ЗТК, чл. 46, ст. 1-4.

¹⁶²⁰AktG, Art. 3, Abs. 2.

¹⁶²¹Види: ЗТК, чл. 46, ст. 5-6.

¹⁶²²Види: ЗТК, чл. 46-48. Изузетак је предвиђен за статусне промене, остваривање права несагласних акционара, ради извршења судских одлука и понуде за преузимање АД, као и у погледу акција у

ван ова два тржишта није могуће, осим за стриктно набројане случајеве.¹⁶²³ Што се тиче вараната, забрана се може извести једино на основу ЗТК. Промет ван тржишта на којем је ХОВ уврштена, могућ је у случају дужничких ХОВ на ОТЦ тржишту, док је акције на истом тржишту могуће прометовати бестеретним уговором и судском одлуком. У упоредном праву се ХОВ може уврстити на сва три тржишта истовремено, будући да постоје сегменти МТП тржишта на које се уврштавају ХОВ, које се налазе на листингу других берза, а ХОВ је могуће прометовати и путем електронских ОТЦ платформи за трговање, где укључење у трговање може тражити и власник ХОВ. У праву САД-а овакав начин трговања на ОТЦ тржишту назива се *darkpool*, а у праву СРН *Freihändiger Verkauf*.

6.9.1 Регулисано тржиште

ЗТК преузима дефиницију из *MIFID II* директиве ЕУ, која наводи да је регулисано тржиште, мултилатерални систем који организује, односно којим управља организатор тржишта и који омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената, у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора, у вези са финансијским инструментима укљученим у трговање по његовим правилима у систему, има дозволу и редовно послује у складу са овим законом.¹⁶²⁴ Као што је претходно речено, овај сегмент тржишта се раније називао берзанско тржиште, будући да га и данас искључиво берза може организовати и додатно регулисати. У нашем правном систему регулисано тржиште организује Београдска берза и њега чине сегмент листинга и сегмент који није листинг, односно *Open Market*.¹⁶²⁵ Сегмент листинга, даље се дели на *Prime Listing*, *Standard Listing*, *SMart Listing*.¹⁶²⁶

У упоредном праву, обично се прави једноставнија организација. Па тако, на Франкфуртској берзи (нем. *Frankfurter Wertpapierbörse*, даље у тексту: *FWB*) постоје два подсегмента листинга и то *Prime Standard* и *General Standard*, као и више сегмената

власништву одређених лица, попут РС, Агенције за осигурање депозита, Републичког фонда за пензијско и инвалидско осигурање запослених или Републичког фонда за развој. За више погледај: ЗТК, чл. 48. Поставља се питање да ли је оваква регулација уставна, јер је једна група лица стављена у привилегован положај у односу на све остале.

¹⁶²³Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 65-74.

¹⁶²⁴ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 20; R 2014/65/EU, Art. 4, Abs. 1, Nr. 21.

¹⁶²⁵Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 58, ст. 1, тач. 1.

¹⁶²⁶Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 4, ст. 1.

МТП тржишта (енг. *open market*).¹⁶²⁷ Међутим, сегменти који чине *Open Market* на *FWB*, нису део регулисаног тржишта, већ се сврставају у *Freiverkehr*, што је упоредиво са нашим МТП тржиштем.¹⁶²⁸ Дакле, на регулисаном тржишту, ХОВ се укључују искључиво на листинг. Што се тиче њиховог регулисаног тржишта, *General Standard* је предвиђен за мала и средња привредна друштва, окренута пре свега домаћем тржишту, док је сегмент *Prime Standard* предвиђен за привредна друштва оријентисана међународним инвеститорима.¹⁶²⁹ Уколико се погледају остале берзе у СРН, видљиво је да ни једна нема више сегмената регулисаног тржишта, већ само један.¹⁶³⁰

Са развојем електронског пословања, сегмент регулисаног тржишта се јавља не само на класичним берзама, већ и на електронским берзама, а најпознатија је свакако *NASDAQ* у Њујорку. *NASDAQ* је прва електронска берза уопште у свету,¹⁶³¹ која се састоји од два сегмента и то *Nasdaq National Market* и *Nasdaq Small Cap Market*, који се

¹⁶²⁷Види: Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand am 23.11.2020. (даље у тексту: BörzOrFWB.) За више о подсегменту *General Standard* погледај: BörzOrFWB, Par. 45-47; За подсегмент *Prime Standard* погледај: BörzOrFWB, Par. 48-57.

¹⁶²⁸За више о *Freiverkehr* види: BörsG, Art. 48. На *FWB* постоји три сегмента МТП тржишта и то *Quotation Board*, у који се уврштавају ХОВ које се налазе на листингу, неког другог регулисаног тржишта, а овај сегмент има појачане захтеве у погледу информисања, *Scale* и *Basic Board*, при чему су услови за укључење на ова два сегмента идентични. Све ХОВ које су укључене у *Scale* сегмент, истовремено су укључене и на *Basic Board*, а разлике између ових сегмената се јављају везано за приодично извештавање инвеститора. За више: AlgGbbDBFreiv.

¹⁶²⁹R. Marsch-Barner, *et all, op. cit.*, S. 232.

¹⁶³⁰У СРН је до 2007. године постојало 7 регионалних берзи ХОВ, када је укинута берза у Бремену (нем. *Bremer Börse*). Међутим, 2009. године берзанску дозволу је добила *Tradegate Börsenservice GmbH* из Берлина, који има само један сегмент регулисаног тржишта. Берза у Франкфурту је раније већ описана, а од осталих 5 регионалних берзи, берза у Берлину (нем. *Börse Berlin*) има један сегмент регулисаног тржишта (нем. *Regulierten Markt*) и два сегмента МТП тржишта и то *Der Freiverkehr* и *Der Berlin Second Regulated Market (BSRM)*, *Wertpapierbörse Hamburg* има један сегмент листинга и један МТП сегмент, *Niedersächsischen Börse zu Hannover*, такође има један сегмент листинга и један сегмент МТП тржишта, *Börse Düsseldorf* један сегмент листинга и два сегмента МТП тржишта и то *Sekundärmarkt*, за ХОВ које се налазе на листингу неког другог регулисаног тржишта и *Primärmarkt* као општи МТП сегмент и електронски ОЦ систем трговине *Quotrix. Baden-Württembergischen Wertpapierbörse* (нем. *Börse Stuttgart, SWB*), друга највећа берза у СРН и седма берза по величини у Европи, такође има по један сегмент листинга и неколико МТП и то *IF-X*, који је специјализован за инвестиционе јединице активно вођених инвестиционих фондова, *EUWAX* за партиципативне обвезнице, *BOND-X* сегмент за обвезнице, *ETF Best-X*, за инвестиционе јединице пасивно вођених инвестиционих фондова (енг. *Exchange Traded Funds*), *4-X* сегмент специјализован за стране акције, *Bondm* сегмент за обвезнице привредних друштава средње величине са малом номиналном вредношћу, *Freiverkehr Plus* сегмент за акције и депозитне потврде АД средње величине. На овој берзи постоји неколико тзв. иницијатива, у оквиру којих се врши посебно извештавање о појединим ХОВ уврштеним на сегмент, те исте чине индексну корпу. *Börse München* има један сегмент регулисаног тржишта и три сегмента МТП тржишта и то *Sekundärlisting* на који се уврштавају ХОВ које се налазе на листингу неког другог регулисаног тржишта, *Primärlisting* на којем се налазе ХОВ које не испуњавају услове за листинг на регулисаном тржишту, *M:access* на које се уврштавају акције емитената који имају основни капитал од најмање 1.000.000,00 €, као и обвезнице чија је номинала максимално 1.000,00 € и вредност емисије од најмање 10.000.000,00 €.

¹⁶³¹Настала је 08. фебруара 1971. године, као зависно друштво Националног удружења дилера САД (енг. *National Association of Securities Dealers*). Електронска платформа за продају је функционисала прво као ОЦ тржишна платформа (енг. *darkpool*), да би тек од 2006. године била регистрована као берзанско тржиште. Ова берза је тренутно на светском нивоу друга највећа берза по тржишној капитализацији, иза Њујоршке берзе.

међусобно разликују по капиталним захтевима.¹⁶³² На нивоу СРН постоји *Tradegate Exchange*, која је функционисала прво као електронски трговински систем (ОТЦ тржиште, енг. *darkpool*), да би од 2009. године *Tradegate Börsenservice GmbH* био регистрован као организатор берзанског тржишта.¹⁶³³

6.9.1.1 Услови за укључење ХОВ на регулисано тржиште

Захтев за укључење на регулисано тржиште Београдске берзе може бити поднет за *Prime Listing*, *Standard Listing*, *SMart Listing* и *Open Market*. Наша правила придвиђају неконзистентно решење, будући да сегмент *Open Market-a* сврставају у регулисано тржиште.¹⁶³⁴ Овај сегмент се у упоредном праву везује за МТП тржиште, а појам листинга се везује за регулисано тржиште. Још један проблем је постојање више сегмената листинга, што се у упоредном праву не чини, поготово не на тржиштима са малом дубином. Оваквом организацијом разводњава се тржиште, због чега исто губи на квалитету. Само на берзама са огромном капитализацијом, прави се више сегмената регулисаног тржишта.¹⁶³⁵

Услови за укључење деле се с обзиром на то, да ли се ради о листингу или *Open Market-у*. Подносилац захтева за укључење ХОВ на листинг може бити емитент, који је пословао минимално 3 године и усвојио финансијске извештаје за 3 претходне пословне године.¹⁶³⁶ У случају *Prime Listing-a*, захтева се позитивно мишљење овлашћеног ревизора, за извештај о ревизији за пословну годину која претходи подношењу захтева, као и остварени нето добитак, а за *Standard Listing* и *SMart Listing*, захтева се само изражено позитивно мишљење или мишљење са резервом овлашћеног ревизора.¹⁶³⁷ За све сегменте регулисаног и МТП тржишта, мора се израдити и одговарајући проспект.

¹⁶³²Lucy Heckman, *NASDAQ: A Guide to Information Sources*, New York and London, 2001, p. 4.

¹⁶³³За више: <https://www.effektengesellschaft.de/p/archiv/2009/20-05-2009.pdf>, сајт посећен 11.05.2020. године. Ово је први пут у СРН, од 1861. године, када је установљена берза у Штутгарту, да је додељена нова дозвола за организовање берзанског трговања.

¹⁶³⁴Види: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 58. Будући да сегмент *Open Market* није сврстан у листинг, на њега се не примењује Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд.

¹⁶³⁵*London Stock Exchange* има 4 сегмента регулисаног тржишта, *Euronext Paris*, познатија као берза у Паризу, има три сегмента регулисаног тржишта, а *FWB* има два сегмента регулисаног тржишта. Више: *BörzOrFWB*; <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/markets/markets.htm>; <https://www.euronext.com/en/regulation/euronext-regulated-markets>; сајтови посећени 11.05.2020. године.

¹⁶³⁶Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 6, ст. 1.

¹⁶³⁷Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 6, ст. 1, тач. 2.

Додатни услови за укључује на *Prime Listing* су, да емитент мора имати минимални износ капитала од 3.000.000,00 €¹⁶³⁸ и интернет страницу израђену на српском и енглеском језику,¹⁶³⁹ да се у јавности у слободном промету (енг. *free float*), налази најмање 25% акција и да су исплаћене дивиденде по приоритетним акцијама, уколико су исте издате.¹⁶⁴⁰ Алтернативно је потребно испунити и неки од следећих услова, просечну дневну вредност промета од најмање 500.000,00 РСД у последњих шест месеци, најмање 5 дневно закључених трансакција у просеку за последњих шест месеци, закључен уговор о обављању послова маркет мејкера, више од 1.000 акционара, акције дистрибуиране у слободном промету у износу од најмање 2.000.000,00 €.¹⁶⁴¹ Правилник о листингу Београдске берзе говори само о акцијама и депозитним потврдама на акције, те је нејасно који би услови за укључење требало да буду испуњени у случају вараната. За укључење дужничких ХОВ на *Prime Listing*, емитент мора имати минимални износ капитала од 3.000.000,00 €, извештај о ревизији годишњег финансијског извештаја са израженим позитивним мишљењем, интернет страницу израђену на српском и енглеском језику,¹⁶⁴² вредност емисије од најмање 3.000.000,00 € и да рачун емитента није био у блокади у последњих 180 дана.¹⁶⁴³ Дужничке ХОВ РС и НБС, укључују се у трговање на овом сегменту, без испитивања претходних услова.¹⁶⁴⁴

Емитент акција и депозитних потврда која се укључују на *Standard Listing*, мора имати минимални износ капитала од 2.000.000,00 €, извештај о ревизији годишњег финансијског извештаја са израженим позитивним мишљењем, или мишљењем са резервом, као и интернет страницу израђену на српском и енглеском језику.¹⁶⁴⁵ Ни овде није јасно које услове треба да испуњавају варанти да би били уврштени на овај сегмент тржишта. За укључење, дужничких ХОВ, се поред претходно поменутих услова за акције, вредност емисије мора бити најмање 1.000.000,00 € и да рачун емитента није био у блокади у последњих 60 дана.¹⁶⁴⁶

¹⁶³⁸Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд када говори о капиталним условима, не наводи да се ради о основном капиталу, већ о капиталу, који може бити тржишна вредност ХОВ, ако се ХОВ налази на неком другом сегменту регулисаног и МТП тржишта, основни капитал, или рачуноводствена вредност.

¹⁶³⁹Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 9, ст. 1.

¹⁶⁴⁰Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 10, ст. 1, тач. 1 и 2.

¹⁶⁴¹Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 10, ст. 1, тач. 3.

¹⁶⁴²Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 9, ст. 1.

¹⁶⁴³Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 12.

¹⁶⁴⁴Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 5.

¹⁶⁴⁵Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 14 и 13, ст. 1.

¹⁶⁴⁶Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 16, ст. 1.

На *SMart Listing* могу се укључити само акције или депозитне потврде на акције, уколико је минимални износ капитала емитента 1.000.000,00 €, ако је извештај о ревизији годишњег финансијског извештаја са израженим позитивним мишљењем или мишљењем са резервом, ако постоји интернет страница на српском и енглеском језику и на крају да се у јавности у слободном промету налази најмање 25% издатих акција.¹⁶⁴⁷

Да би ХОВ биле укључене на *Open Market*, над емитентом не сме бити отворен поступак стечаја или ликвидације, а за акције и депозитне потврде на акције алтернативно, износ основног капитала, књиговодствена вредност или износ тржишне капитализације акција којима се тргује на МТП тржишту мора бити у износу од најмање 300.000,00 €, а 15% акција мора бити дистрибуирано у јавности. За дужничке ХОВ се захтева вредност емисије од најмање 200.000,00 €. ¹⁶⁴⁸ Ни овде нису предвиђени услови за укључење вараната у трговање.

Уколико упоредимо претходно описане услове за укључење емитованих ХОВ у нашем праву, са условима у упоредном праву, можемо приметити да су наши услови у погледу листинга неоправдано захтевнији од оних у СРН.¹⁶⁴⁹ Да би се извршило уврштавање акција на регулисано тржиште у СРН, захтева се процењена тржишна вредност емитованих акција или основног капитала од минимум 1.250.000,00 €. ¹⁶⁵⁰ Ово правило се не примењује уколико се ради о докапитализацији АД, чије акције су већ листиране на регулисаном тржишту.¹⁶⁵¹ За пласман других ХОВ, осим акција, укупна вредност емисије мора бити већа од 250.000,00 €. ¹⁶⁵² У случају да се емитују ХОВ које немају номиналну вредност, најмањи број емитованих ХОВ мора износити 10.000 комада.¹⁶⁵³ Такође се захтева да емитент акција мора постојати најмање 3 године пре емисије, те да су му завршни рачуни објављени у складу са прописима.¹⁶⁵⁴ Наравно, мора бити објављен одговарајући проспекат. Као што је већ речено, *Open Market* сегмент у нашем праву, пропустом је сврстан у регулисано тржиште, а прописани услови за укључење су ниски за регулисано тржиште и више одговарају МТП тржишту.

¹⁶⁴⁷Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 16а.

¹⁶⁴⁸Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 64, ст. 1.

¹⁶⁴⁹Види: BözOrFWB.

¹⁶⁵⁰BörsZulV, Par. 2, Abs. 1, S. 1.

¹⁶⁵¹BörsZulV, Par. 2, Abs. 1, S. 2.

¹⁶⁵²BörsZulV, Par. 2, Abs. 2.

¹⁶⁵³BörsZulV, Par. 2, Abs. 3.

¹⁶⁵⁴BörsZulV, Par. 3, Abs. 1.

У праву СРН, услови за укључење се регулишу јединствено за све сегменте регулисаног тржишта, а у општим условима берзи се могу предвидети додатни услови. Додатни услови за листинг у СРН нису везани за капиталне захтеве, који су чак и ниски за овако дубоко тржиште, јер се захтева основни капитал или тржишна вредност од 1.250.000,00 €, ¹⁶⁵⁵ већ за периодично извештавање. Стога, на нивоу *FWB* постоје исти општи услови за емитенте за *General Standard* и *Prime Standard*, али су другачије обавезе извештавања јавности. ¹⁶⁵⁶

6.9.1.2 Поступак за укључење на домаће регулисано тржиште

Поступак укључења ХОВ на листинг, почиње подношењем захтева за листинг Комисији за листинг, чију форму и садржину утврђује директор Београдске берзе. ¹⁶⁵⁷ О поднетом захтеву, Комисија за листинг одлучује најкасније у року од 15 дана, од дана пријема истог. ¹⁶⁵⁸ Уколико се ХОВ желе укључити на *Open Market*, тада о захтеву одлучује директор Београдске берзе ¹⁶⁵⁹ и то у року од 30 дана, од дана подношења захтева. ¹⁶⁶⁰

У захтеву се наводи на који сегмент емитент жели да укључи своје ХОВ, а у прилогу захтева, доставља се прописана документација. ¹⁶⁶¹ Уколико је емитент РС или

¹⁶⁵⁵BörsZulV, Par. 2, Abs. 1, S. 1.

¹⁶⁵⁶У случају *Prime standard-a* постоји обавеза да се објављују тромесечни (квартални) извештаји, календар важних датума за емитента (нем. *Unternehmenskalender*), да се једном годишње одржава конференција поводом анализе рада емитента (нем. *Analystenkonferenz*), а инсајдерске информације се морају објављивати и на енглеском језику. У случају *General Standard-a* ове обавезе не постоје. За више: *BörsOrFWB*, Par. 50-56.

¹⁶⁵⁷Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 17, ст. 1.

¹⁶⁵⁸Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 25, ст. 1.

¹⁶⁵⁹Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 63, ст. 2.

¹⁶⁶⁰Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 66а, ст. 1.

¹⁶⁶¹Уз захтев за укључење на листинг достављају се, информатор о издаваоцу (документ о основним подацима о издаваоцу и ХОВ, израђен према одлуци Управног одбора Берзе којом се регулише форма, садржина, начин исказивања података у информатору о издаваоцу, као и друга питања од значаја за укључење и организовање трговања ХОВ), проспекат издаваоца, или изјава емитента да користи законски изузетак од ове обавезе, пречишћен текст оснивачког акта и статута емитента на српском, односно енглеском језику, годишњи финансијски извештај са мишљењем ревизора, информацију о исплаћеним дивидендама у претходне три године, одлуку о издавању ХОВ, одлуку емитента о подношењу захтева за укључење, копије свих релевантних докуманата које је КХОВ издала у вези са предметним ХОВ, документ којим се потврђује упис ХОВ у ЦРХОВ, извештај о исходу јавне понуде ХОВ, ако се ради о истој, копију уговора са финансијским посредником и маркет мејкером, итд. (Више: Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 18.) Уз захтев за укључење на *Open Market*, издавалац подноси Берзи, информатор о издаваоцу, проспекат издаваоца, или изјаву о постојању услова за примену изузетка од ове обавезе, уговор о укључењу ХОВ на трговање и две бланко менице као инструмент обезбеђења плаћања за обавезе емитента према берзи, копије свих решења, одобрења и дозвола које је КХОВ издала у вези са ХОВ чије се укључење захтева, документ којим се потврђује отварање емисионог рачуна издаваоца и упис ХОВ у ЦРХОВ, извештај о исходу јавне понуде ХОВ, гаранцију, ако је емисија ХОВ гарантована, за стандардизоване изведене финансијске инструменте стандард, као и податке о предмету, односно подлози изведеног финансијског инструмента, те доказ о уплаћеној накнади за обраду захтева и накнаде за укључење. Више: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 65, ст. 2.

НБС, тада се примењују привилегована правила, будући да се њихове ХОВ одмах укључују у *Prime Listing*, без проверавања уобичајених услова за укључење.¹⁶⁶² Уколико подносилац уз захтев за укључење у листинг не достави сву потребну документацију, може му се одредити накнадни примерени рок за уређивање и комплетирање захтева, који не може бити дужи од 30 дана, а ако емитент то не учини, захтев за листинг ће бити одбачен, против чега емитент има право жалбе.¹⁶⁶³ Нови захтев за листинг, може се поднети најраније по протеклу рока од три месеца, од дана коначности ове одлуке.¹⁶⁶⁴ Комисија за листинг ће одбацили поднети захтев, када је КХОВ, у периоду не дужем од 3 месеца, који претходи дану подношења захтева, јавно објавила решење о утврђеним незаконитостима у пословању емитента, а исте нису отклоњене, уколико је КХОВ или берза привремено обуставила трговање, или искључила из трговања ХОВ, које су предмет захтева за укључење и ако је над емитентом покренут стечај или ликвидација.¹⁶⁶⁵

Уколико су испуњени сви захтеви, доноси се Решење о укључењу ХОВ на листинг, одређује се сегмент листирања, датум првог трговања, индикативна цена за прво трговање, начин изражавања цене ХОВ у налозима за трговање, датум последњег трговачког дана за дужничке ХОВ, као и други потребни елементи.¹⁶⁶⁶ По доношењу овог решења, Београдска берза са издаваоцем закључује уговор, којим се ближе регулишу права и обавезе емитента и Београдске берзе по основу укључења и листирања ХОВ.¹⁶⁶⁷ Решење о укључењу ХОВ на листинг и информатор о издаваоцу, Београдска берза јавно објављује на својој интернет страници, најкасније у року од три радна дана.¹⁶⁶⁸ ХОВ која је укључена на један сегмент листинга, не може бити предмет трговања на другом тржишном сегменту Берзе.¹⁶⁶⁹ Овакво решење је проблематично са становишта развоја тржишта капитала. Наиме, све развијене берзе имају електронски систем ОТЦ трговања, који је мање формалан и много лакши и јефтинији за приступ из иностранства. Овакав систем има *FWB*, под именом *XETRA*, као и берза у Дизелдорфу под именом *Quotrix*.

¹⁶⁶²Ови емитенти уз захтев за листинг достављају одлуку о издавању ХОВ, извештај о исходу јавне понуде ХОВ уколико је вршена јавна понуда пре укључења, одлуку о подношењу захтева за листинг, уговор о укључењу на *Prime Listing*. Више: Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 20.

¹⁶⁶³Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 21, ст. 1.

¹⁶⁶⁴Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 21, ст. 2.

¹⁶⁶⁵Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 24, ст. 1.

¹⁶⁶⁶Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 25, ст.2.

¹⁶⁶⁷Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 28.

¹⁶⁶⁸Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 29.

¹⁶⁶⁹Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 30, ст. 1.

У случају *Open Market*-а, претходно описана процедура одлучивања се незнатно разликује и то у предвиђеном року за исправљање и допуну захтева. Предвиђено је да Београдска берза може подносиоцу неуредног или непотпуног захтева за укључење, одредити додатни рок, који не може бити дужи од 15 дана, а само изузетно на писмени захтев подносиоца овај рок може износити месец дана.¹⁶⁷⁰ Уколико се недостаци не отклоне, Београдска берза решењем одбацује захтев као неуредан.¹⁶⁷¹ По уредном захтеву за укључење, берза одлучује у року од 30 дана од дана пријема, када може донети решење о укључивању ХОВ на *Open Market*, или решење о укључивању на МТП Белех, када су испуњени услови за ово тржиште, а не за *Open Market*, те решење о одбијању захтева, ако нису испуњени услови ни за једно од ова два тржишта.¹⁶⁷²

6.9.2 Мултилатерална трговачка платформа

Закон преузима дефиницију МТП тржишта из права ЕУ¹⁶⁷³ које га дефинише као мултилатерални систем, који организује и којим управља организатор тржишта или инвестиционо друштво, а исти омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената, у складу са његовим обавезујућим правилима, на начин који доводи до закључења уговора.¹⁶⁷⁴ Разлика овог тржишта и регулисаног је у томе, што постоје блажа правила за уврштавање ХОВ и периодично извештавање, а организатор истог може бити и брокерско-дилерско друштво. Да би се ХОВ уврстила у трговање на МТП тржишту, потребно је сачинити проспекат за укључење. У нашем праву, једино овакво тржиште је МТП Белех, основано при Београдској берзи.¹⁶⁷⁵

У упоредном праву, овај тржишни сегмент најчешће се назива *Open Market*, што је случај и са *FWB*, док је законски назив у праву СРН *Freiverkehr*.¹⁶⁷⁶ МТП тржиште, увек се састоји од више сегмената. На *FWB*, тржиште *Open Market*-а састоји се од *Quotation Board*,¹⁶⁷⁷ *Scale* и *Basic Board*¹⁶⁷⁸ сегмента.¹⁶⁷⁹ У СРН, берзе ХОВ постоје још

¹⁶⁷⁰Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд, чл. 66, ст. 1, и 2.

¹⁶⁷¹Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 66, ст. 3.

¹⁶⁷²Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 66а, ст. 1.

¹⁶⁷³Види: R 2014/65/EU, Art. 4, Abs. 1, Nr. 22.

¹⁶⁷⁴ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 21.

¹⁶⁷⁵Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 58.

¹⁶⁷⁶Види: BörsG, Art. 48.

¹⁶⁷⁷На овом сегменту се котирају, обвезнице, инвестиционе јединице и акције које се налазе на листингу неког другог регулисаног тржишта. Трговина се обавља методом континуираног трговања. За више: *AlGbbDBFreiv*, Par. 10-15.

¹⁶⁷⁸Ова два сегмента имају исте услове за укључење и то за акције је предвиђена тржишна вредност од 30.000.000,00 €, а за обвезнице вредност емисије од најмање 20.000.000,00 €, као и номинална вредност од

у Дизелдорфу, Штутгарту, Минхену, Берлину,¹⁶⁸⁰ ХанOVERу и Хамбургу. Берза у Дизелдорфу има два сегмента МТП и то *Sekundärmarkt* и *Primärmarkt*,¹⁶⁸¹ у Минхену постоји *Sekundärlisting*, *Primärlisting* и *M:access*,¹⁶⁸² у оквиру Берлинске берзе постоји *Berlin Second Regulated Market* и *Freiverkehr* сегмент.¹⁶⁸³ Најкомпликованији систем МТП тржишта има Берза у Штутгарту, која је друга по величини и има чак седам МТП сегмената и то *IF-X*, који је специјализован за инвестиционе јединице активно вођених инвестиционих фондова,¹⁶⁸⁴ *EUWAX* за партиципативне обвезнице, *BOND-X* сегмент за квалитетније обвезнице, *ETF Best-X*, за инвестиционе јединице пасивно вођених инвестиционих фондова (енг. *exchange traded funds*), *4-X* сегмент специјализован за стране акције, *Bondm* сегмент за обвезнице привредних друштава средње величине, *Freiverkehr Plus* сегмент за акције и депозитне потврде АД средње величине.¹⁶⁸⁵

Наш правни систем регулише укључење на МТП тржиште у оквиру ЗТК и Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, с тим да је исто оскудно регулисано, будући да постоји само један тржишни сегмент. Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд наводе, да се на ово тржиште ХОВ укључују решењем берзе, без навођења

највише 1.000,00 €. Свака ХОВ која је уврштена у *Scale* сегмент истовремено је уврштена и у *Basic Board* сегмент, али не и обрнуто. Разлика између ових сегмената је у периодичном информисању инвеститора, које је строже за *Scale* сегмент. Сегмент *Basic Board* се некада називао *Entry Standard* и исти служи као улазни сегмент за мала и средња привредна друштва на *FWB*. Више: *AlgGbDBFreiv*, Par. 16-31.

¹⁶⁷⁹За више погледај: <https://www.eurexclearing.com/dbcm-de/primary-market/marktstruktur/segmente>, сајт посећен 11.05.2020. године.

¹⁶⁸⁰У Берлину постоје две берзе *Börse Berlin* и *Tradegate Exchange*, који има само сегмент регулисаног тржишта.

¹⁶⁸¹*Sekundärmarkt* сегмент, предвиђен је за ХОВ које се налазе на листингу неког другог регулисаног тржишта, док је *Primärmarkt* сегмент, општи МТП сегмент, који већином користе мала и средња привредна друштва. Више: *Geschäftsbedingungen der BÖAG Börsen AG für den Freiverkehr an der Börse Düsseldorf*, Stand: 10. Januar 2019. Доступно на: http://www.boerse-duesseldorf.de/data/files/2019-01-10_agb_fv_stand_10-1-2019a.pdf, сајт посећен 11.05.2020. године.

¹⁶⁸²На сегмент *Sekundärlisting*, уврштавају се ХОВ које се налазе на листингу неког другог регулисаног тржишта, на *Primärlisting* сегменту се налазе ХОВ које не испуњавају услове за листинг на регулисаном тржишту, а на *m:access* се уврштавају акције емитената који имају основни капитал од најмање 1.000.000,00 €, као и обвезнице чија је номинала максимално 1.000,00 € и вредност емисије од најмање 10.000.000,00 €. Више: *Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Börse München* Stand: 3. Januar 2018. Доступно на: https://www.boerse-muenchen.de/MediaLibrary/4af8d61d-05eb-4d42-b2ae-bdbcc65c5a36/180103_Geschäftsbedingungen%20Freiverkehr.pdf, сајт посећен 11.05.2020. године.

¹⁶⁸³У оквиру сегмента *Berlin Second Regulated Market* котирају се ХОВ које се налазе на листингу неке друге берзе, док је *Freiverkehr* опште МТП тржиште. Више: *Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Börse Berlin*, Stand: 01. November 2012. Доступно на: https://www.boerse-berlin.de/data/files/boerse_berlin_geschaeftsbedingungen_fuer_den_freiverkehr_november_2012.pdf, сајт посећен: 11.05.2020. године.

¹⁶⁸⁴За више о активно и пасивно вођеним инвестиционим фондовима погледај пасус вечне обвезнице у оквиру поднасловa: Врсте обвезница.

¹⁶⁸⁵Више: *Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse*, Stand: 16. Dezember 2019. Доступно на: https://www.boerse-stuttgart.de/-/media/files/geschaeftspartner/regelwerke/de/geschaeftsbedingungen-fuer-den-freiverkehr/fassungen/20191216_geschaeftsbedingungen-freiverkehr-bwwb-de.ashx, сајт посећен 11.05.2020. године.

услова за укључење и поступка укључења.¹⁶⁸⁶ На поступак укључења ХОВ у трговање, потребно је сходно применити правила везана за *Open Market* тржиште. Што се тиче услова за укључење, они су регулисани законом. ЗТК регулише да сва јавна АД морају своје власничке ХОВ укључити на регулисано тржиште или МТП тржиште,¹⁶⁸⁷ из чега можемо извести закључак да закон негативно дефинише услове за укључење, наводећи да се све власничке ХОВ јавних АД, које не испуњавају услов да буду укључене на регулисано тржиште, морају укључити на МТП тржиште.¹⁶⁸⁸ Што се тиче дужничких ХОВ, оне се укључују само уколико то емитент затражи, чак и у случају јавне понуде, јер се пласман може извршити на ОТП тржиште.¹⁶⁸⁹ Ни у овом случају не постоје ближи услови за укључење у трговање, те се све дужничке ХОВ које не испуњавају услов за *Open Market* сегмент регулисаног тржишта, укључују у трговање на МТП тржиште.

Разлике између регулисаног и МТП тржишта, поред критеријума за укључење, везани су за периодично извештавање, јер емитент чије су ХОВ уврштене на регулисано тржиште, мора саставити годишње, полугодишње и кварталне финансијске извештаје, објавити их, доставити КХОВ и регулисаном тржишту,¹⁶⁹⁰ док у случају МТП тржишта, ова обавеза постоји само за годишње извештаје.¹⁶⁹¹ На оба тржишта се примењују правила везана за инсајдерске информације и злоупотребе на тржишту капитала,¹⁶⁹² обавеза објављивања *ad hoc* информација,¹⁶⁹³ али и ЗПАД,¹⁶⁹⁴ што у упоредном праву није случај, будући да се овакви прописи уобичајено примењују само на АД која се налазе на регулисаном тржишту.

У праву СРН, сегмент МТП тржишта (нем. *Freiverkehr*, енг. *open market*) законски је оскудно регулисан,¹⁶⁹⁵ али је детаљно регулисан нормама приватноправног карактера,¹⁶⁹⁶ односно аутономним нормама организатора тржишта. Ово тржиште

¹⁶⁸⁶Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 68, ст. 1.

¹⁶⁸⁷Види: ЗТК, чл. 46.

¹⁶⁸⁸ЗТК, чл. 46, ст. 3.

¹⁶⁸⁹Види: ЗТК, чл. 46, ст. 5 и 6.

¹⁶⁹⁰ЗТК, чл. 52 и 53. Квартални извештаји, у нашем праву се састављају само у случају ХОВ уврштених на листинг, али не и на *Open Market* сегмент, за који постоји обавеза да се саставе само полугодишњи извештаји.

¹⁶⁹¹ЗТК, чл. 50.

¹⁶⁹²ЗТК, чл. 73, ст. 1.

¹⁶⁹³ЗТК, чл. 55.

¹⁶⁹⁴ЗПАД, чл. 2, ст. 1.

¹⁶⁹⁵Види: BörsenG, Art. 48-48a.

¹⁶⁹⁶S. Kümpel, *et. all, op. cit.*, S. 1883.

већином обухвата ХОВ малих и средњих привредних друштава која желе бржи раст,¹⁶⁹⁷ али на појединим берзама се организују сегменти специјализовани за ХОВ, које су већ укључене у трговање на регулисаном тржишту неке друге берзе.¹⁶⁹⁸ Наравно, у оквиру овог тржишта, јавном понудом се пласирају све ХОВ које не испуњавају услове за уврштавање на регулисано тржиште. За ову државу је карактеристично да се ХОВ могу укључити у трговање на МТП тржиште на основу захтева њиховог власника, а не само емитента, а у овом случају емитент није у обавези да поштује правила везана за информисање, будући да он сам није иницирао укључење на тржиште.¹⁶⁹⁹ Што се тиче регулативе која се користи, на *Freiverkehr* се *WpHG* примењује само када је то изричито наведено, па тако ово тржиште потпада под правила о инсајдерском трговању и забрани манипулација на тржишту капитала, али не потпада под обавезу *ad hoc* информисања, не примењују се правила о преузимању АД (нем. *WpÜG*) и немачки корпоративни кодекс (енг. *Deutschen Corporate Governance Kodex*), који предвиђа обавезу објављивања информација на интернет страници емитента, те ограничења везана за трговину од стране чланова управе друштва (енг. *directors dealing*).¹⁷⁰⁰

6.9.3 ОТЦ тржиште

ОТЦ тржиште је секундарно тржиште за трговање финансијским инструментима, које не мора да има организатора тржишта и чији систем трговања подразумева преговарање између продавца и купца финансијских инструмената, у циљу закључења трансакције.¹⁷⁰¹ Другим речима, ово тржиште подразумева слободно трговање ХОВ које су на њему уврштене, без прописаног поступка, те не постоји берзанска цена за исте, већ се цена утврђује уговорно између продавца и купца. Продаја ХОВ на овом тржишту најчешће се врши преко шалтера финансијског посредника, због чега је метод и добио име (енг. *over the counter*, нем. *Freihändiger Verkauf*). У овом случају финансијски посредник добија и улогу посредника, те исти мора имати дозволу КХОВ како би могао посредовати.¹⁷⁰² Наравно, и сам емитент може вршити пласман ХОВ, што је често случај код емисије материјализованих ХОВ.

¹⁶⁹⁷Као што је раније поменуто на *FWB* овај сегмент се назива *Scale*, на *Börse Düsseldorf* овај сегмент се зове *Primärmarkt*, а на *Börse München*, *m:access*. МТП тржиште је регулисано применом: *BörsG*, Art. 48a.

¹⁶⁹⁸Такав пример је *Quotation Board* на *FWB*, који је специјализован за стране ХОВ, или сегмент *Berlin Second Regulated Market* на *Börse Berlin*.

¹⁶⁹⁹Види: *BörsG*, Par. 48, Abs. 1, S. 4.

¹⁷⁰⁰К.-Michael Schanz, *op. cit.*, S. 427.

¹⁷⁰¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 22.

¹⁷⁰²ЗТК, чл. 45, ст. 2.

На ОТЦ тржишту, уврштавају се ХОВ емитоване путем приватне и јавне понуде ХОВ,¹⁷⁰³ од чега зависи да ли ће се састављати проспект за јавну понуду. Карактеристика овог тржишта је да се никада не саставља проспект за укључење ХОВ у трговање, јер је трговина неформална. На овом тржишту не постоје обавезе везане за информисање, не примењује се ЗПАД, а ЗТК се примењује само када је то изричито наведено. Одредбе о забрани коришћења инсајдерских информација и вршења манипулација на тржишту капитала се не примењују на ОТЦ тржиште, осим ако се на овом тржишту врши прометовање ХОВ које су укључене у регулисано или МТП тржиште.¹⁷⁰⁴ Овакав случај у нашем правном систему могућ је само код дужничких ХОВ,¹⁷⁰⁵ док је у упоредном праву на овом тржишту могуће прометовати и власничке ХОВ које су уврштене у трговање на регулисаном и МТП тржишту, а честе су електронске ОТЦ платформе за трговање оваквим ХОВ. У СРН се за ОТЦ тржиште користи назив сиво тржиште (нем. *Grauer Markt*), или слободно тржиште (нем. *Freier Markt*), због тога што раније није постојала контрола коришћења инсајдерских информација и злоупотреба на тржишту капитала. На међународном нивоу, најчешћи назив је *darkpool*, који је настао под утицајем САД-а.

У нашем праву постоји ограничење да се власничке ХОВ јавних АД морају укључити у трговање на регулисано или МТП тржиште, што не важи у случају дужничких ХОВ.¹⁷⁰⁶ Дакле, на овом тржишту се може трговати само власничким ХОВ нејавних АД и дужничким ХОВ.¹⁷⁰⁷ Забрану трговања акцијама јавних АД ван регулисаног или МТП тржишта, могуће је извести посредно из ЗТК, будући да исти налаже укључење власничких ХОВ на неко од ова два тржишта, а не предвиђа се општи изузетак везан за трговање на ОТЦ тржишту.¹⁷⁰⁸ Подзаконски акти изричито наводе да трговање акцијама јавних АД ван ова два тржишта није могуће.¹⁷⁰⁹

У упоредном праву, могуће је без ограничења трговати власничким и дужничким ХОВ јавних АД, ван претходно поменути два тржишта. Трговина на ОТЦ тржишту, по обиму је можда и најзначајнија у државама развијеног тржишта капитала,

¹⁷⁰³Јавна понуда ХОВ пласираних искључиво на ОТЦ тржиште, могућа је само код дужничких ХОВ.

¹⁷⁰⁴ЗТК, чл. 73, ст. 2.

¹⁷⁰⁵Види: ЗТК, чл. 46, ст. 6.

¹⁷⁰⁶Види: ЗТК, чл. 46.

¹⁷⁰⁷Чл. 46, ст. 6, ЗТК.

¹⁷⁰⁸Види: ЗТК, чл. 46-48. Изузетак је предвиђен само за акције у власништву одређених лица, попут РС, Републичког фонда за пензијско и инвалидско осигурање запослених, или Републичког фонда за развој. За више: ЗТК, чл. 48. Поставља се питање да ли је оваква регулација уставна, јер је једна група лица стављена у привилегован положај у односу на све остале.

¹⁷⁰⁹Види: Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 65- 74.

а овакав начин трговања се назива *darkpool*. Њега треба разликовати од блок трговања, јер се блок трговање одвија приватним договором ванберзанског састанка, ако су испуњени тражени услови, али у оквиру система и по правилима тржишта на којем су ХОВ укључене, док се у случају *darkpool*-а, трговање у потпуности врши ван тржишта, на ком је ХОВ уврштена и то без додатних услова који се траже за блок трговање, па се практично ради о организованом ОТЦ тржишту. Такође, не постоји обавеза објављивања извршених трансакција, док у случају блок трговања постоји. *Darkpool* чини подгрупу регулисаних и легално послујућих приватних места трговања, које раде на бази ограничене транспарентности.¹⁷¹⁰ Оригинална идеја за установљавање ових платформи за трговање је скривање извршених трансакција великог обима, како исте не би имале ефекат на берзанску цену.¹⁷¹¹ За овај тип тржишта, карактеристично је да не постоје обавезе везане за проспект и периодично извештавање, а АД чије су акције укључене само на оваква тржишта нису јавна АД.¹⁷¹² Да ли је АД јавно, зависи од тога да ли су његове акције укључене на регулисано или МТП тржиште, док трговање на оваквој платформи нема утицаја на ову чињеницу. Стога и нејавна АД могу своје акције понудити на ОТЦ тржишту, али ће њихова продаја зависити од препознатљивости предметног друштва.

Такође, постоје ОТЦ трговинске платформе које су јавне, а таква је електронска трговинска платформа *XETRA*.¹⁷¹³ Она није МТП у законском смислу, будући да се ХОВ којима се тргује на овом тржишту аутоматски укључују у трговање, уколико су на листингу *FWB*, те се за уврштавање не тражи састављање проспекта за укључење, нема извештавања, али има контроле инсајдерских информација и злоупотреба на тржишту капитала.¹⁷¹⁴ Разлика у односу на *darkpool* је да се у овом случају ради о јавно објављеним подацима и ограниченом кругу понуђених ХОВ, те у већем степену контроле.¹⁷¹⁵ Овакав систем постоји и на *Börse Düsseldorf* под именом *Quotrix*.¹⁷¹⁶ За

¹⁷¹⁰Zsuzsánna Biedermann, „Off-exchange Trading, Dark Pools and their Regulatory Dilemmas“, *Public Finance Quarterly*, No. 2015/1, p. 79.

¹⁷¹¹*Ibidem*.

¹⁷¹²Wolfgang Groß, *Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Verkaufsprospekt und zur Verkaufsprospekt-Verordnung*, München, 2002, S. 234.

¹⁷¹³Ова платформа функционише у складу са: BörsG, Art. 48b.

¹⁷¹⁴За више погледај: <https://www.xetra.com/xetra-de>, сајт посећен 02.02.2019. године. Контрола инсајдерских информација и злоупотреба на тржишту капитала постоји, будући да се ради о ХОВ укљученим на регулисано или МТП тржиште.

¹⁷¹⁵Овом систему трговине је сличан *NASDAQ*, будући да се такође ради о електронској платформи за трговину. Међутим разлика је у томе да је *NASDAQ* регистрован као берза, до душе електронска у потпуности. Овакве берзе карактеришу нижи трошкови трговине него на класичним берзама и већа доступност, будући да је могуће трговање путем онлине брокера, дакле путем интернет трговања.

¹⁷¹⁶Више: <http://www.quotrix.de/home>, сајт посећен 14.05.2020. године.

организовање ОТП тржишта, мора се тражити дозвола од регулаторног тела, будући да се ради о посредовању.¹⁷¹⁷ Међутим, наша подзаконска акта не пружају даљу регулацију везану за функционисање ОТП трговинске платформе и за начин на који би се вршио клиринг и салдирање.

Укључење у трговање на ОТП тржишне платформе, захтевају најчешће власници ХОВ. Ове платформе, биле оне тајне или јавне, могу бити у власништву инвестиционих друштава, попут *Crossfinder (Credit Suisse)*, *Sigma X (Goldman Sachs)*, *Citi Match* и *Citi Cross (Citi Bank)*, *MS Pool (Morgan Stanley)*, *Chi-X Europe Limited (Nomura Holdings)*, *Instinet*, *Liquidnet*, *ITG Posit*, *Getco* и *Knight*, или у власништву организатора берзи, попут *Smart Pool Trading Limited* (власници су између осталог *NYSE Euronext*, *BNP Paribas*, *HSBC* и *J.P. Morgan*) и *Turquoise (London Stock Exchange Group)*.

6.10 ПРАВО ВРШЕЊА СТАБИЛИЗАЦИЈЕ КУРСА ЕМИТОВАНЕ ХОВ

Стабилизација курса је 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.¹⁷¹⁸ Оваква дефиниција, из ЗТК и права ЕУ, није теоријски у потпуности тачна, будући да се у поступку стабилизације најчешће прво врши продаја ХОВ, а након тога откуп.¹⁷¹⁹ Стога би мере стабилизације курса теоријски могли дефинисати, као законски дозвољене и контролисане мере утицаја на курс једне ХОВ, које се предузимају у ограниченом временском року након емисије, путем куповине, продаје или уздржавања од прометовања циљне ХОВ, како би се утицало на количину ХОВ у понуди и цену по којој се прометовање врши. Да би стабилизација била дозвољена, она мора испуњавати законски установљене услове, како се не би радило о злоупотреби на тржишту капитала (енг. *safe harbour*). Стабилизација курса се врши искључиво у току берзанског састанка, те се под значајном дистрибуцијом не

¹⁷¹⁷ЗТК, чл. 45, ст. 2.

¹⁷¹⁸ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37 б; VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 3, Abs. 2, Sublit. d.

¹⁷¹⁹Иако дефиниција није теоријски добро дефинисана, она је добро конципирана у смислу праксе. Наиме, уколико би се у дефиницију уврстила и продаја ХОВ, то би омогућило финансијским посредницима да врше тзв. *refreshing the greenshoe*. Односно да препродају ХОВ које су стекли у току стабилизације, како би остварили екстра профит, фактички на манипулацији која би била дозвољена.

сматра блок трговина ХОВ, јер се у том случају ради о приватној трансакцији.¹⁷²⁰ ЗТК са друге стране погрешно дефинише значајну дистрибуцију, и то као иницијалну, или секундарну понуду ХОВ, која се разликује од уобичајеног трговања, како у погледу износа вредности понуђених ХОВ, тако и у погледу методе продаје.¹⁷²¹ Дакле, ЗТК под значајном дистрибуцијом сматра искључиво блок трговину, што имплицира да се мере стабилизације врше само у оквиру блок трговине, што није тачно.

У пракси се стабилизација врши уз покровитељство, у случају емисије акција, мада је исту теоријски могуће извршити и у другим случајевима. Ради се о праву, а не обавези, будући да од воље емитента и савета покровитеља зависи да ли ће се ове мере примењивати, јер законски не постоји оваква обавеза. Постоји мноштво разлога за стабилизацију курса. Што је цена акције виша, већа је и вероватноћа да ће емитент вршити нове емисије у будућности, да ће бити обезбеђено покровитељство за овакве емисије, повећава се поверење у вредност емитента и квалитет ХОВ, а покровитељу иде у прилог да се курс стабилизује изнад емисионе цене, јер на тај начин вероватно неће бити покренута прича о одговорности за мањив проспект.¹⁷²²

Стабилизацију спроводи стабилизациони менаџер,¹⁷²³ а то је најчешће вођа конзорцијума. Могуће је да ове послове обави и неки други финансијски посредник, а поједине мере може предузети и сам емитент. Предмет стабилизације су најчешће акције, али то могу бити и друге ХОВ. Сврха стабилизације је спречити претерани пад цене ХОВ због повећане понуде, непосредно након емисије. Због тога се стабилизација спроводи пре свега кроз смањивање понуде на тржишту ХОВ која се стабилизује.¹⁷²⁴ Наравно, утиче се и на цену ХОВ која се стабилизује, те се у суштини ради о дозвољеној злоупотреби у ограниченом временском периоду и под унапред одређеним

¹⁷²⁰Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 der Kommission vom 8.3.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen anwendbaren Bedingungen. (Даље у фуснотама: DV (EU) 2016/1052), Einführung Nr. 6, S. 3.

¹⁷²¹ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 37а.

¹⁷²²Keckés András, „Hold steady! – The Theoretical and legal background for of Market Stabilisation in Inicial Public Offering“, *Transactions, Jura - A Pecsí Tudományegyetem Allames*, No. 2016/2, p. 87.

¹⁷²³Стабилизациони менаџер може бити било које лице, са дозволом за обављање брокерских и дилерских послова. Он обавља сличан посао као *market maker*, али им је циљ који треба да постигну другачији. Наиме, *market maker* тежи да повећа обим трговине, често примењујући и *naked short selling*, који за њих није ризичан, будући да они не морају испоштовати уговоре које закључе на тржишту, уколико објективно нису у стању да набаве предметну ХОВ. Стабилизациони менаџера са друге стране мора покрити своју кратку позицију у *naked short selling*-у, јер ће одговорати за накнаду штете. Разлика је и у томе да деловање *market maker*-а није временски ограничено на период после емисије, будући да они имају закључене уговоре са емитентима, на основу којих морају остварити одговарајући промет, те поспешити дубину тржишта предметне ХОВ.

¹⁷²⁴H. Hirte, T. M. J. Möllers, et. all, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, S. 1207.

условима.¹⁷²⁵ Како би инвеститори били упознати са тим да ће се утицати на цену овим мерама, у проспекту се мора навести да могу бити примењене мере стабилизације.¹⁷²⁶ Специфична је *reverse greenshoe* опција која се накнадно може применити, уз *ad hoc* информисање, иако није наведена у проспекту, будући да се ради о мери стабилизације на коју се не примењују *safe harbour* правила.¹⁷²⁷ Уколико се примењују мере стабилизације, поред навођења у проспекту, мора се вршити и *ad hoc* информисање јавности о томе да ли је извршена стабилизација, у ком обиму и када.¹⁷²⁸ Курс се може стабилизovati само до износа емисионе цене, будући да би прелазак исте представљао манипулацију. Поједине мере су у свом обиму ограничене, и не могу бити веће од унапред одређеног процентуалног броја ХОВ, опет да се не би вештачки стварао курс.

Постоји неколико метода вршења стабилизације, а најчешћи су *long position* и *short position* стабилизације, као и *greenshoe* и *reverse greenshoe* опције. Због њиховог значаја, исти ће посебно бити обрађени. Преостале методе се свде на контролу понашања старих акционара на тржишту капитала и ту можемо издвојити три могућности. Прва могућност је примена договора о избегавању трговања (нем. *Marktschutzvereinbarungen*, енг. *lock up agreements*), у ком случају постоји договор између емитента и старих акционара да одређени временски период након емисије не тргују својим ХОВ, како не би стварали додатни притисак на цену акције својим понудама.¹⁷²⁹ Друга метода је договор о спречавању разводњавања капитала, на основу којег се емитент обавезује старим акционарима да неће одређени временски период вршити нове емисије акција, вараната и замењивих обвезница, како би се одржао постојећи износ основног капитала и да би се на тај начин утицало на стабилизацију цене.¹⁷³⁰ Трећи тип стабилизације је договор о заштити тржишта (нем. *Marktschonungsvereinbarungen*), код кога се стари акционари обавезују емисионом конзорцијуму да ће своје ХОВ продавати само под одређеним условима или уз сагласност конзорцијума.¹⁷³¹

¹⁷²⁵За више погледај поглавље: Забрана вршења злоупотреба на тржишту капитала у материји емисионог посла.

¹⁷²⁶H. Hirte, T. M. J. Möllers, et. all, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, S. 1211.

¹⁷²⁷У овом случају ради се о поступку стицања сопствених акција, под тржишним условима, како би се смањило број акција у понуди и посредно утицало на повећање цене.

¹⁷²⁸О условима под којим се може извршити стабилизација курса, детаљно је изнето у оквиру поглавља: Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације цене акција.

¹⁷²⁹H. Hirte, T. M. J. Möllers, et. all, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, S. 1208.

¹⁷³⁰*Ibidem*.

¹⁷³¹*Ibidem*, S. 1208-1209.

Приликом уговарања и примене ових мера, мора се водити рачуна да не буде прекршена регулација о забрани злоупотреба на тржишту капитала, а поготово што неке мере могу трајати дужи временски период, те не би потпадале под законски изузетак од примене ових правила (енг. *safe harbour*).¹⁷³² Дакле, граница између дозвољеног и забрањеног је у неким случајевима танка, те се због тога у праву ЕУ наводи да трговину у оквиру мера стабилизације, за које не важи изузетак (енг. *safe harbour*), не би требало одмах по себи сматрати злоупотребом.¹⁷³³

6.10.1 *Long position* и *short position* стабилизација курса

SEC кратку позицију (енг. *short sale*) дефинише као било коју продају финансијских инструмената, при којој продавац исте нема у свом власништву, односно извршену на основу њихове позајмице.¹⁷³⁴ Када продавац прибегава такозваној краткој позицији,¹⁷³⁵ пласирају се финансијски инструменти који су позајмљени и не налазе се у власништву покровитеља. Пример кратке позиције је и *greenshoe* механизам стабилизације, када покровитељ стабилизацију врши са позајмљеним ХОВ од стране емитента, неког акционара или власника удела. Будући да покровитељ нема ХОВ у свом власништву, он отвара кратку позицију. Након стабилизације, ову кратку позицију покровитеља покрива емитент, или неки од акционара и власника удела, у сарадњи са емитентом. Кратка позиција може бити отворена са и без покрића за појамицу. Претходно описани пример је са покрићем. Пласман ХОВ може бити и без покрића, у виду одговарајуће позајмице, када се ради о *naked short selling*-у, који је забрањен и представља злоупотребу на тржишту капитала, али само уколико се агресивно спроводи у циљу обарања цене¹⁷³⁶ или ако продавац не успе да обезбеди покриће до

¹⁷³²Обично се мере стабилизације примењују 30 дана након отпочињања трговине. За више погледај поднаслов: Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације курса ХОВ.

¹⁷³³DV (EU) 2016/1052, Einführung Nr. 11.

¹⁷³⁴Christopher L. Culp, James. B. Heaton, „The Economics of Naked Short Selling“, *Regulation, Washington*, Vol. 31, Iss. 1/2008, p. 46.

¹⁷³⁵Овај тип продаје има изузетно дугачку историју и он је контраверзан од увођења берзанске трговине акцијама, почетком 1600-тих, у Амстердаму. Тада су трговци акцијама Источно Индијске Компаније, открили да могу да зараде не само путем куповине акција када цена расте, него и у тренутцима када цена пада. Трговина се обавља на тај начин, да се позајмљују акције које се продају, те након што се пласира позајмљена количина, откупљују се акције по цени која је пала и враћају се зајмодавцу, при чему се остварује профит. Овај тип трговине је контраверзан, будући да изазива депресијацију цене акције. Више о овом типу трговине: James J. Angel, Douglas M. McCabe, „The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling“, *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, February 2009, p. 239-249.

¹⁷³⁶У САД је 2007. године *Overstock PLC* тужио 11 брокера *Goldman Sachs* и *Merrill Lynch*-а, због кршења правила везаних за *naked short selling*. За више: „An enlightening mistake, Short-selling litigation,“ *The Economist*; London, Vol. 403, Iss. 8785, (May 19, 2012).

дана салдирања.¹⁷³⁷ Ова пракса је могућа, будући да у тренутку склапања уговора, није потребно да финансијски посредник има ХОВ на свом власничком рачуну, а клиринг и салдирање се врше након склапања уговора о прометовању ХОВ. Према нашем праву, продавац мора имати ХОВ које продаје на свом рачуну, у тренутку клиринга и салдирања, а уколико не постоји довољна количина новца и ХОВ не долази до склапања уговора, стога продавац неће упасти у доцњу из разлога што нема ХОВ на власничком рачуну, у тренутку склапања уговора.¹⁷³⁸ У САД-у се салдирање врши три дана након дана трговања,¹⁷³⁹ код нас је то најчешће два дана након закључења уговора.¹⁷⁴⁰ *Naked short selling* повећава ликвидност тржишта и може га стабилизovati, у смислу превазилажења тренутне несташице ХОВ на тржишту, а пружа могућност додатне зараде финансијском посреднику. На овај начин, утиче се на ситуацију смањене понуде, а повећане потражње.

Други начин стабилизације курса је изградња такозване дуге позиције (енг. *long-position*), када вођа конзорцијума задржава у свом власништву одређену количину ХОВ, како би се смањило притисак на цену након емисије, уколико дође до веће понуде од потражње. Може се превидети и да вођа покровитељског конзорцијума, или цео конзорцијум, продају своје акције постепено, како повећана понуда за продају не би утицала на цену. Међутим, то је за чланове конзорцијума непрактично, јер им је новац заробљен на дужи временски период. Овај тип стабилизације може изазвати и нежељена дејства по финансијског посредника, будући да он може остати у поседу великог броја акција дужи временски период, па му је самим тим и капитал заробљен.¹⁷⁴¹ Тако је *Commerzbank AG*, не баш својевољно 1996. године, услед ових мера доспела у посед преко 25% акција произвођача кухињског намештаја *Alno AG*, што се десило услед великог обима емисије, око 39,8 % основног капитала.¹⁷⁴² Могуће је уговорити да вођа конзорцијума не продаје свој део акција у случају чврстог преузимања, уколико дође до великих осцилација курса на тржишту након емисије, као

¹⁷³⁷У праву САД сви продавци морају обезбедити ХОВ за продају на дан салдирања, осим *market maker*-а, који морају да послују савесно, односно у разумној вери, да ће успети да откупе, или позајме ХОВ до дана салдирања, те уколико не успеју да испоруче исте, а поступали су савесно, нису одговорни. Ово из разлога што исти морају обезбедити ликвидност на тржишту.

¹⁷³⁸Види: ЗТК, чл. 178; Правила пословања Централног регистра ХОВ, чл. 47.

¹⁷³⁹C. L. Culp, J. V. Heaton, *op. cit.*, p. 49.

¹⁷⁴⁰За више информација о терминима клиринга и салдирања види: Правилник о тарифи Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3165-1/12, 04/2-1533/15, 04/2-9055/15, 04/2-8418/16, 04/2-7705/18 и 04/2-1213/20.).

¹⁷⁴¹Stefan Pulver, *Phasen, Vorteile und Probleme des Bookbuilding-Verfahrens: Dargestellt am Börsengang der Deutschen Telekom AG – Diplom Arbeit*, Hamburg 2011, S. 27.

¹⁷⁴²*Ibidem*.

и да почне да откупљује ХОВ након емисије и да исте држи у свом поседу дужи временски период, док се не стабилизује курс.

Наше законодавство и подзаконски акти, практично онемогућавају *naked short selling*, јер правила облигационог права нису у потпуности примењена на материју берзанског уговора о купопродаји ХОВ. Наиме, финансијски посредник када прима налоге за продају од неког трећег лица, он може исти одбити, уколико не постоје ХОВ на власничком рачуну, или није склопљен уговор о позајмици.¹⁷⁴³ Уколико сам финансијски посредник тргује за свој рачун, он може издати налог без оваквог покрића.¹⁷⁴⁴ Проблематично је уколико би непокривени налог био издат, а на дан салдирања не би било довољно ХОВ за трансакцију. По нашим прописима, у овој ситуацији не би био сачињен уговор о купопродаји. Наиме, Београдска берза издаје закључницу, као доказ о склопљеном уговору, након што је извршена трансакција у целини или делимично.¹⁷⁴⁵ Уколико једна уговорна страна не испуни свој део погодбе, уговор није ни склопљен, што је у супротности са правилима купопродаје из ЗОО. Уколико анализирамо овакву регулативу, произилази да уговор о купопродаји има реалан карактер и да зависи од фактичке предаје престација обе стране, што није у складу са принципом да је уговор о купопродаји консензуалан. Стога, поставља се питање да ли је овакав подзаконски акт берзе законит, будући да није у складу са правилима ЗОО. Правила купопродаје остављају могућност савесној страни да тражи испуњење уговорне престације супротне стране или накнаду штете, што је у случају наше берзе искључено.

У упоредном праву прописи су другачији, будући да се примењују правила уговора о купопродаји. У праву САД-а, предвиђено је да немогућност испоруке (енг. *fail to deliver, FTD*), у случају берзанског уговора, не треба посматрати као немогућност код уобичајеног уговора, већ је прихваћен принцип да страна која не може да испоручи на дан салдирања, то треба да уради на следећи дан, а уколико ни тада не буде могла, онда на дан после и тако редом, али по цени која је уговорена, без обзира на евентуалне

¹⁷⁴³Види: ЗТК, чл. 178.

¹⁷⁴⁴Овакве налоге често издају *market maker*-и, а специфичност за исте је да, у праву САД, али и других држава развијеног тржишта капитала, они не морају да испоштују уговоре које склопе, уколико су поступали савесно, те са разумном пажњом сматрали да ће успети да обезбеде ХОВ, али то ипак нису успели, за разлику од осталих учесника. За више погледај: <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>, сајт посећен 27.07.2018. године.

¹⁷⁴⁵Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 129, ст. 2.

флукуације у цени.¹⁷⁴⁶ С друге стране, купац не исплаћује продавцу цену, док му не буду испоручене све уговорене ХОВ.¹⁷⁴⁷ Због оваквих прописа, дешава се да уговорне стране могу изгубити значајна новчана средства, уколико немају покриће за своје престације. На пример, уколико би цена ХОВ, на коју су се инвеститори који врше кратку продају кладили да ће пасти, кренула да расте, они би претрпели велики губитак, што се и десило инвеститорима у акције *Tesla Motors Plc*, који су августу 2018. године само у једном дану изгубили 10% уложеног новца.¹⁷⁴⁸

6.10.2 *Greenshoe* опција

Greenshoe опција је *over allotment* механизам, примењен први пут у оквиру јавне понуде емитента под именом *Green Shoe Manufacturing Company* 1960. године, те одатле потиче и назив овог механизма стабилизације.¹⁷⁴⁹ *Over allotment* механизам се примењује у случају пребукираности јавне понуде, када се уз новоемитоване ХОВ продаје додатни контингент већ емитованих ХОВ, које су позајмљене од емитента или неког другог лица, а који може бити искоришћен за стабилизацију цене. Кад се додатни контингент ХОВ прода, стабилизациони менаџер прати да ли новоемитоване ХОВ утичу на пад курса већ издатих ХОВ исте класе. Уколико повећана понуда почне да утиче на пад курса, примењује се *Greenshoe* опција (енг. *overallotment option*). Она своју примену у пракси налази приликом емисије акција. За схватање ове опције, потребно је указати на разлику између *Greenshoe* опције у ширем смислу, под којом се подразумева цео *over allotment* механизам стабилизације и *greenshoe* опцију у ужем смислу, под којом се мисли на *call* опцију коју користи менаџер стабилизације, како би покрио своју кратку позицију, у случају да не дође до активирања мера стабилизације.

Greenshoe опција, у ширем смислу, почиње тако што покровитељски конзорцијум, односно најчешће сам вођа конзорцијума, добија право да уз емитоване акције, преко те количине, додатно прода између 10% и 15% акција, позајмљених од старих акционара.¹⁷⁵⁰ Након што је завршена продаја акција и извршен пласман на тржиште капитала, вођа конзорцијума овај период (енг. *aftermarket period*,) почиње са

¹⁷⁴⁶Michael J. Fleming, Kenneth D. Garbade, „Explaining Settlement Fails“, *Current Issues in Economics and Finance - Federal reserve Bank of New York*, Vol. 11. No. 9, September 2005, p. 3.

¹⁷⁴⁷*Ibidem*.

¹⁷⁴⁸<https://www.marketwatch.com/story/tesla-short-sellers-are-sitting-on-a-more-than-1-billion-paper-loss-after-stock-rally-2018-08-02>, сајт посећен 15.01.2019. године.

¹⁷⁴⁹C. Paul, *op. cit.*, p. 1076.

¹⁷⁵⁰H. Peter Schwintowski, *et. all*, *Bankrecht*, Köln, 2018. S. 1270.

негативном, односно кратком инвентарном позицијом (енг. *short position*).¹⁷⁵¹ Због ове карактеристике, *greenshoe* опција је врста *short position* стабилизације, заједно са *naked short selling* методом. Стабилизација почиње када курс акција падне испод емисионе вредности. Тада вођа конзорцијума почиње да издаје налоге за куповину акција, које плаћа новцем који је примио по основу продаје акција добијених на позајмицу. Новац добијен *over allotment*-ом депонује се на посебан рачун, са кога се исти повлачи приликом куповине акција, у поступку стабилизације и покривања кратке позиције. Куповина се обавља по курсу који је мањи од емисионог, те се на тај начин остварује разлика.¹⁷⁵² Уколико само повлачење акција са тржишта изазове стабилизацију, не прибегава се издавању налога са куповном ценом једнакој емисионој. Налози се не смеју издати по куповној цени већој од емисионе, будући да би се тада радило о манипулацији.

Менаџер стабилизације своју кратку позицију може покрити на два начина, у случају да је цена акција мања од емисионе, путем куповине на тржишту, а уколико је већа од емисионе, путем активирања *greenshoe* опције.¹⁷⁵³ Овде се мисли на *greenshoe* опцију у ужем смислу, на основу које менаџер тражи од емитента да изда додатну количину акција, како би му покрио кратку позицију. Тада менаџер уписује потребну количину акција, код којих је искључено право приоритетног уписа и враћа дуговање.¹⁷⁵⁴ Он користи средства добијена приликом продаје позајмљених акција, како би емитенту платио додатну количину акција. Ова *call* опција може бити искоришћена у целини, када менаџер практично није вршио стабилизацију, јер је цена била виша од емисионе, или парцијално, уколико је одређену количину акција успео да обезбеди на тржишту, док цена акција није скочила изнад емисионе.

Будући да се у овом случају ради о својеврсној манипулацији на тржишту капитала, да би ова опција била дозвољена, морају бити испоштована *safe harbour* правила. У праву ЕУ, ова правила предвиђају да износ *over allotment*-а не сме бити већи 15%, да се стабилизација не сме вршити преко емисионе цене, да се морају спроводити мере информисања, како се не би радило о инсајдерској информацији, а саме мере могу се примењивати у оквиру ограниченог временског периода и уз пријаву спроведених

¹⁷⁵¹Stefano Lombardo, „The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 8, No.4/2007, p. 553.

¹⁷⁵²Детаљно образложене примере примене *Greenshoe* опције можете видети код: С. Paul, *op. cit.*

¹⁷⁵³Dmitri Boreiko, Stefano Lombardo, „Stabilisation Activity in Italian IPOs“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 12, No 3/2011, p. 439.

¹⁷⁵⁴М. Habersack, Р. О. Mülbert, М. Schlitt, *Unternehmens – finanzierung am Kapitalmarkt*, S. 324.

радњи регулаторном телу.¹⁷⁵⁵ У нашем праву, на поступак стабилизације курса емитоване ХОВ, не примењују се одредебе ЗТК о забрани вршења злоупотреба на тржишту капитала,¹⁷⁵⁶ али не постоји даља разрада самог концепта стабилизације, па је нејасно које мере би се могле сматрати стабилизацијом.

Од значаја је одговорити и на питање, да ли се *safe harbour* правила могу примењивати на препродају ХОВ, стечених у поступку стабилизације, будући да менаџер на овај начин може стећи значајну добит. Ово је било спорно и на ниво ЕУ, па је *CESR* ово питање разрешио, будући да је заузео став да продаја ХОВ, које су прибављене у поступку стабилизације, односно накнадна куповина оваквих папира (енг. *refreshing the greenshoe*) не потпада под *safe harbour* правила, будући да се стабилизација постиже само путем налога за куповину.¹⁷⁵⁷

6.10.3 *Reverse Greenshoe* опција

Овај метод стабилизације примењује се у случају пада вредности акција након емисије, када менаџер стабилизације са тржишта откупљује максимално уговорену количину акција, по депресираној цени и продаје их емитенту, који на тај начин стиче сопствене акције.¹⁷⁵⁸ За разлику од *greenshoe* опције, у овом случају нема позајмљивања и накнадног враћања ХОВ, већ финансијски посредник купује акције на тржишту и продаје их емитенту, како би исти стекао сопствене акције. Стабилизација се постиже путем повлачења дела акција из понуде, како би се утицало да услед слабије понуде дође до стабилизације цене, а овај тип стабилизације може извршити само друштво или финансијски посредник.¹⁷⁵⁹ Да би се ова мера спровела, мора бити могућ промет акција ван регулисаног и МТП тржишта, будући да АД мора откупити сопствене акције од менаџера стабилизације.

Reverse greenshoe опцију могуће је спровести у нашем праву, будући да ЗПД омогућава стицање сопствених акција, а стечене акције покровитељ може емитенту продати непосредном погодбом у блок трговању. ЗПД предвиђа да емитент може стицати сопствене акције, уколико су исте у целини плаћене, непосредно или комисионо преко трећег лица, под условом да је скупштина донела одлуку којом је дала

¹⁷⁵⁵Више о *safe harbour* правилима види у поднаслову: Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације курса ХОВ.

¹⁷⁵⁶ЗТК, чл. 73, ст. 6.

¹⁷⁵⁷Rüdiger Veil, *et. all, Europäisches Kapitalmarktrecht*, Tübingen, 2014, S. 267.

¹⁷⁵⁸C. Paul, *op. cit.*, p 1080.

¹⁷⁵⁹Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz Band I*, München, 2007, S. 594.

одобрење за њихово стицање и да се оне стичу из наменских резерви друштва, при чему у случају јавног АД, њихов укупни број не сме прелазити 10% основног капитала друштва.¹⁷⁶⁰ Емитент може стећи сопствене акције и на основу одлуке извршног или надзорног одбора, без одлуке скупштине, у случају јавног АД, ако је то неопходно да би се спречила већа и непосредна штета по друштво, уз извештавање скупштине друштва на следећој седници.¹⁷⁶¹ Могуће је извршити и блок продају акција,¹⁷⁶² како би менаџер стабилизације могао стечене акције продати емитенту, будући да овакво прометовање не утиче на цену и обим трговања остварену на берзанском састанку и не улази у извештаје о дневном трговању, већ се засебно наводи.¹⁷⁶³ Дакле, ова мера стабилизације не изазива лажне и обмањујуће сигнале у погледу цене и понуде, па неће утицати на цену оставарену на берзанском састанку, уколико се не дају налози који „гурају“ цену на горе. Наравно, мора бити извршено *ad hoc* информисање, како би се избегла злоупотреба инсајдерске информације.

Што се тиче права ЕУ, ову меру је могуће спровести, уколико су на националном нивоу испуњени услови везани за стицање сопствених акција, уз обавезу *ad hoc* информисања. У СРН могуће је спровести откуп сопствених акција у овом случају, а регулација је слична нашем систему и своди се на питање када је откуп могуће спровести уз одлуку скупштине, а када без одлуке скупштине.¹⁷⁶⁴ У теорији се јавило и једно питање, а то је да ли само руководство може приступити стабилизацији путем откупа сопствених акција, без одлуке скупштине, како би се спречила већа и ненадокнадива штета по друштво, уколико дође до пада цене акција након емисије. Опште схватање у СРН је да у овом случају нису погођени интереси емитента, него акционара, те да би то било оправдано само у случају непријатељског преузимања и обарања цене, како би се циљно друштво откупило по нижој цени.¹⁷⁶⁵ Приликом куповине акција на тржишту, од стране финансијског посредника, не постоји *safe harbour* правило.¹⁷⁶⁶ Стога, менаџер стабилизације не сме издавати налоге за куповину, којима би дизао цену до емисионе и на тај начин вештачки стабилизовао курс. Он може извршити откуп акција по тржишним условима и повући вишак акција из трговања и

¹⁷⁶⁰ЗПД, чл. 282, ст. 2.

¹⁷⁶¹ЗТК, чл. 282, ст. 4, тач. 1.

¹⁷⁶²Види: Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 115-119.

¹⁷⁶³Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд, чл. 119.

¹⁷⁶⁴Види: AktG, Par. 71.

¹⁷⁶⁵G. Spindler, E. Stilz, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz Band 1*, S. 606.

¹⁷⁶⁶За више погледај поднаслов: Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације курса ХОВ.

тако утицати на страну понуде, а последично и на курс. Овај откуп, не сме вештачки утицати на пораст цене акције који се стабилизује, јер би се радило о злоупотреби. Још једна специфичност права ЕУ је да постоји већи степен толеранције у оквиру мера стабилизације за које не важи изузетак (енг. *safe harbour*), јер не треба одмах заузети став да се ради о злоупотреби.¹⁷⁶⁷ Стога, благ утицај на цену јесте дозвољен, те је у основи све питање праве мере ствари.

6.11 ЗАБРАНА ВРШЕЊА ЗЛОУПОТРЕБА НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА У МАТЕРИЈИ ЕМИСИОНОГ ПОСЛА

Правила везана за забрану вршења злоупотреба на тржишту капитала, примењују се на финансијске инструменте, који су уврштени на регулисано тржиште и МТП, као и на трансакције са овим инструментима које се врше на ОТЦ тржишту.¹⁷⁶⁸ У нашем праву, ови прописи су ограничени на ХОВ нуђене јавном понудом, уврштене на регулисаном и МТП тржишту, док се у праву ЕУ примењују на све ХОВ нуђене јавном или приватном понудом, чији пласман се врши на регулисано, МТП или ОТЦ тржиште.¹⁷⁶⁹ У ранијем законодавству у СРН, ова правила се нису примењивала на ОТЦ тржиште, због чега се ово тржиште у пракси и теорији СРН назива сивим тржиштем (нем. *Grauer Markt*). Ове одредбе се не примењују ни у законом предвиђеним случајевима стабилизације курса ХОВ (енг. *safe harbour*),¹⁷⁷⁰ што је од изузетне важности, пошто се поједине мере стабилизације не би могле спроводити, јер би се радило о манипулативном понашању које је кажњиво.¹⁷⁷¹ Под забраном вршења злоупотреба, подразумева се забрана злоупотребе инсајдерских информација и забрана вршења манипулација на тржишту капитала.

6.11.1 Забрана злоупотребе инсајдерских информација и обавеза вођења списка инсајдера

Инсајдерске информације су од значаја, будући да нису јавно познате, а имају такав квалитет да могу значајно утицати на цену ХОВ, јер се односе на емитента или ХОВ која се емитује. Уколико инсајдер искористи ове информације, он може себи или

¹⁷⁶⁷DV (EU) 2016/1052, Einführung No. 11.

¹⁷⁶⁸Види: ЗТК, чл. 73, ст. 1 и 2.

¹⁷⁶⁹VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 2, Abs. 1.

¹⁷⁷⁰ЗТК, чл. 73, ст. 6.

¹⁷⁷¹Да би се примењивале мере стабилизације, морају се донети посебни прописи, који би регулисали начин на који се може вршити стабилизација, као и рок у којем се иста може спровести. На жалост, у нашем праву нису донети ови подзаконски акти, те изостаје конкретизација, која би отклонила сумње када се ради о стабилизацији, а када о злоупотреби.

другом прибавити значајну противправну имовинску корист и подрити поверење у осетљиво тржиште капитала. Стога, емитент мора без одлагања објавити инсајдерске информације (*ad hoc* информисање)¹⁷⁷² и на тај начин им одузети ексклузивитет. Прописи везани за инсајдерске информације примењују се на лица која исте поседују на основу чланства у управним или надзорним органима емитента, учешћа у капиталу, обављања дужности на радном месту, вршења професије или других дужности, као и на основу извршења кривичног дела,¹⁷⁷³ али и на сва друга лица која на било који начин дођу у посед истих.¹⁷⁷⁴ Ова лица не смеју инсајдерске информације користити или их даље преносити, осим у законом дозвољеним случајевима. Пренос истих је дозвољен, уколико се врши у оквиру уобичајеног обављања послова или занимања, уз услов да је овакав пренос неопходан.¹⁷⁷⁵ У материји емисионог посла, инсајдерске информације најчешће настају у поступку утврђивања емисионе цене и примене мера стабилизације.

Поред опште забране да се ове информације користе и преносе, постоји и једна обавеза коју учесници емисионог посла морају спровести. Како би регулаторно тело имало увид која лица могу поседовати инсајдерске информације, у случају да се сумња на њихову злоупотребу, емитент, али и лица која делују у његово име или за његов рачун, морају саставити и редовно ажурирати списак инсајдера.¹⁷⁷⁶ Самосталну обавезу вођења списка инсајдера, поред емитента, имају и сва лица која пружају инвестиционе услуге и активности емитенту.¹⁷⁷⁷ Круг лица која могу имати инсајдерске информације је изузетно широк, те он поред финансијских посредника, може обухватати и мноштво других лица, попут ревизора, рејтинг агенција, лица која врше *Due diligence* и сл. Инсајдери могу бити лица која практикују слободне професије, попут адвоката, нотара, пореских саветника, рачуновођа, наравно уколико у обављању своје делатности у корист емитента, долазе у контакт са инсајдерским информацијама.¹⁷⁷⁸ Такође, то могу бити рејтинг агенције, када по налогу емитента утврђују рејтинг дужничких ХОВ, потом агенције за односе са јавношћу, ако саветују емитента, као и преводилачки бирои

¹⁷⁷²ЗТК, чл. 79, ст. 1.

¹⁷⁷³ЗТК, чл. 76, ст. 2.

¹⁷⁷⁴ЗТК, чл. 78.

¹⁷⁷⁵Mathias Habersack, Peter O. Mülbart, Michael Schlitt, *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, München, 2012, S. 51.

¹⁷⁷⁶Види: ЗТК, чл. 83.

¹⁷⁷⁷Инвестиционе услуге и активности су дефинисане у оквиру ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 8 и 9, а круг лица која исте обављају је изузетно широк, попут финансијских посредника, рејтинг агенција, овлашћених банака, покровитеља, ревизора, рачуноводствених кућа, итд. На жалост, још увек нису донети подзаконски прописи, који би требало да регулишу круг лица који морају водити инсајдерске спискове, те детаљну садржину ових спискова.

¹⁷⁷⁸H. Hirte, T. M. J. Möllers, et. all, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, S. 1014.

или штампарије, уколико дођу у контакт са инсајдерским информацијама.¹⁷⁷⁹ Овакве информације могу имати и банке које воде рачуне емитента или му одобравају кредите, као и лица која саветују емитента у вези са статусним променама (спајањима, припајањима, поделама, издвајањима) итд.¹⁷⁸⁰ Које од претходно поменутих лица ће се налазити на списку инсајдера зависи и од процене, која се то информација може сматрати инсајдерском.

Списак инсајдера мора се редовно ажурирати и достављати КХОВ на њен захтев и чувати најмање 5 година, након што је састављен и ажуриран.¹⁷⁸¹ Он мора садржати најмање име и презиме, датум рођења, адресу пребивалишта, односно боравишта, разлог због кога се то лице налази на предметном списку, датум и време када је то лице стекло приступ инсајдерским информацијама и датум када је списак тих лица састављен, односно ажуриран.¹⁷⁸²

6.11.2 Забрана вршења манипулација на тржишту капитала и питање стабилизације курса ХОВ

Манипулације на тржишту капитала, представљају вршење трансакција и давање налога за трговање, којима се дају неистинити или обмањујући сигнали, којима се врше обмане или преваре, одржавање цене финансијских инструмената на вештачком нивоу, као и ширење неистинитих или обмањујућих информација путем медија, у циљу стварања заблуде о финансијским инструментима.¹⁷⁸³ Оне се фактички могу јавити у неколико појавних облика и то као неправилно објављивање инсајдерских информација, злоупотреба информација, вршење манипулативних трансакција, ширење манипулативних савета и препорука, као и информација које изазивају заблуду или у облику преварног понашања.¹⁷⁸⁴ Дакле, ради се о изузетно широком спектру активности, које се могу подвести под овај тип злоупотребе. Манипулације се у материји емисионог посла највише везују за мере стабилизације курса емитоване ХОВ.

Стабилизација курса је поступак успостављања налога и куповине финансијских инструмената, од стране покровитеља, одмах након јавне понуде, из разлога

¹⁷⁷⁹*Ibidem*.

¹⁷⁸⁰*Ibidem*, S. 1015.

¹⁷⁸¹ЗТК, чл. 83, ст. 2.

¹⁷⁸²ЗТК, чл. 83, ст. 3.

¹⁷⁸³ЗТК, чл. 85, ст. 1.

¹⁷⁸⁴Види: Alastair Hudson, *Securities Law*, London, 2008, section 8, chapter 26, paragraphes 77-99.

спречавања или ограничавања пада цене финансијског инструмента који се стабилизује и она представља вид манипулације на тржишту капитала, која је дозвољена у оквиру стриктних лимита.¹⁷⁸⁵ Наш закон предвиђа да се одредбе о забрани вршења злоупотреба на тржишту капитала не примењују на трговање, у циљу стабилизације курса ХОВ.¹⁷⁸⁶ Међутим, не постоји даља разрада овог изузетка, што отвара могућност за злоупотребе.

Од свих метода стабилизације,¹⁷⁸⁷ са аспекта дозвољености, најпроблематичнија је *naked short selling* метода. Она се осим за стабилизацију курса, може користити као трговинска стратегија, која изазива агресиван утицај на курс ХОВ и депресијацију цене, због чега иста често представља злоупотребу на тржишту капитала. *Naked short selling* као трговинска стратегија, подразумева да се продавац клади на пад цене, продајући акције без да их је претходно позајмио, након чега исти покушава да одмах покрије своју кратку позицију, на тај начин што ће купити акције по опадајућој цени, а што је означено као један од узрока економске кризе.¹⁷⁸⁸ Маркет мејкери у свом раду користе управо *naked short selling*, будући да продају ХОВ које немају у свом портфолију и на тај начин утичу на повећање промета и смањење притиска на страни понуде. Међутим, они не смеју вршити агресиван утицај на пад цене, а да би им било омогућено пословање, њихови уговори о купопродаји не морају бити испоштовани, уколико са савесним поступањем не могу да надокнаде своју кратку позицију. Овај тип стабилизације је често добро чувана тајна вође покровитељског конзорцијума, међутим подаци о истој се појаве када кратка позиција резултира у огромним губитцима.¹⁷⁸⁹ Пример оваквог губитка је иницијална јавна понуда акција друштва *Travelers Lpc* у марту 2002. године у САД-у, код које је вођа конзорцијума *Solomon Smith Barney* направио непокривену кратку позицију од 10% вредности *greenshoe* опције, која је изазвала губитак од 21 милиона долара, када је цена акције скочила.¹⁷⁹⁰ Овакво трговање се сматрало за један од узрока продубљивања дужничке кризе у ЕУ, пре свега са Грчком, будући да је утицало на депресијацију ХОВ, због чега је дошло до забране

¹⁷⁸⁵Tim Jenkinson, Howard Jones „The Economics of IPO Stabilisation, Syndicates and Naked Shorts“, *European Financial Management*, Vol. 13, No. 4, 2007, p. 616.

¹⁷⁸⁶ЗТК, чл. 73, ст. 6.

¹⁷⁸⁷За више погледај поднаслов: Право вршења стабилизације курса емитоване ХОВ.

¹⁷⁸⁸Sophie Baker, „Study: Naked short selling did not cause 2008 crash“, *Pensions & Investments*, Chicago Vol. 43, Iss.9, (May 4, 2015), n/a.

¹⁷⁸⁹T. Jenkinson, H. Jones, *op. cit*, p. 617.

¹⁷⁹⁰*Ibidem*.

naked short selling-a за одређене дужничке ХОВ, *credit-default swap* – ове и неке акције попут *Allianz SE, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG*.¹⁷⁹¹

Наравно, и остале методе стабилизације могу изазвати проблеме са манипулацијама. Оне су често повезане са проблемом злоупотребе инсајдерске информације, стога су допуштене само када су транспарентно приказане осталим учесницима на тржишту.¹⁷⁹² Такође, мере стабилизације су временски увек ограничене, а ограничење постоји и с обзиром на ценовни утицај, јер исте не треба да изазивају ценовну манипулацију, већ само стабилизацију цене, како би се искључиле велике осцилације курса након емисије.

Како наше законодавство и подзаконски акти не садрже регулацију везану за мере стабилизације курса, биће изнета регулаторна решења ЕУ. Уредбом Европског парламента и Савета ЕУ, предвиђен је изузетак од примене (енг. *safe harbour*) прописа везаних за забрану вршења манипулација на тржишту капитала, уколико се примењују мере стабилизације. Истом су предвиђени услови које мере стабилизације морају испунити, да би изузетак био примењен. Наводи се да мере морају бити временски ограничене, потом да су релевантне информације о стабилизацији јавно објављене и пријављене надлежном регулаторном телу, да се курс одржава само у оквиру одмерене границе и да морају бити испуњени услови из техничких правила стабилизације.¹⁷⁹³ Будући да техничка правила која регулишу стабилизацију, могу бити подложна честим променама, дошло је до делегирања надлежности за њихово доношење на Европску комисију, како би се иста лакше уклађивала са потребама и мењала.¹⁷⁹⁴

Делегирана уредба даље разрађује услове стабилизације. Када говоримо о времену трајања стабилизације, уредба наводи да у случају значајне јавне понуде овај рок траје 30 дана, а исти се у случају иницијалне јавне понуде почиње рачунати од тренутка када отпочне трговина емитованим ХОВ, док у случају секундарних емисија, он почиње од тренутка адекватне објаве завршног курса, по којем се врши емисија.¹⁷⁹⁵ Уколико се врши емисија ХОВ које у себи носе инкорпорисано право на замену за

¹⁷⁹¹Marcus Walker, Neil Shah, International Finance: Naked Truth: Not in Germany --- Regulator Enacts Short-Selling Bans on Concern for 'Excessive Price Movements', *Wall Street Journal, Eastern edition; New York, N.Y.*, 19 May 2010. p. 2.

¹⁷⁹²H. Hirte, T. M. J. Möllers, et. all, *Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage*, S. 1204.

¹⁷⁹³VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 5, Abs. 4.

¹⁷⁹⁴Види: Delegierte Verordnung (EU) C(2016)1357/F1 im verbund mit dem Art 25 des Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012. (Даље у фуснотама: DV (EU) C(2016)1357/F1.)

¹⁷⁹⁵DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 5, Abs. 1.

акције, тада стабилизација курса акција почиње на дан када су адекватно објављени услови понуде ових дужничких ХОВ и траје најдуже 30 календарских дана, од дана када је емитент остварио приход од емитовања, али најдуже 60 дана, од дана пласмана ових ХОВ, уколико овај рок истиче раније.¹⁷⁹⁶

Мере стабилизације морају пратити обавезе информисања јавности. Информисање врши овлашћена особа, коју међу собом именују емитент, понуђач, субјект који предузима мере стабилизације, као и особе које делују за њихов рачун.¹⁷⁹⁷ Овлашћена особа мора на одговарајући начин објавити, да мере стабилизације неће бити обавезно примењене и да могу бити окончане у било ком тренутку, да оне утичу на курс током њиховог трајања, колико траје период примене мера, које конкретне мере ће бити примењене, уколико се примењује *over allotment* или *greenshoe* опција, који је максимални број ХОВ обезбеђен за ову меру, колико траје ова мера и који су то предуслови за њихову примену и на ком тржишту ће бити спроведене.¹⁷⁹⁸ Најкасније крајем седмог дана, након примене мера стабилизације, овлашћена особа мора објавити појединости везане за примењене мере.¹⁷⁹⁹ У року од недељу дана, након протеча мера стабилизације, овлашћена особа мора на одговарајући начин објавити, да ли су мере стабилизације спроведене или не, када се отпочело са мерама стабилизације, када су преузете последње мере стабилизације, у оквиру ког временског распона су преузете мере стабилизације, уз објављивање тачних термина.¹⁸⁰⁰ Све спроведене трансакције, субјекти који спроводе стабилизацију морају пријавити надлежном регулаторном телу, а податке о свим преузетим налозима у поступку стабилизације и извршеним трансакцијама морају чувати пет година.¹⁸⁰¹ Мере стабилизације се ни под којим условима не смеју обављати изнад емисионе цене.¹⁸⁰²

Предвиђено је да пласман ХОВ, путем *over allotment-a*, може бити начињен само у периоду у коме траје упис ХОВ и то по емисионој цени.¹⁸⁰³ У случају *short selling-a* који није покривен путем *greenshoe* опције, он не сме прелазити износ од 5% емитованих ХОВ.¹⁸⁰⁴ Не наводи се да ли оваква кратка позиција мора бити покривена,

¹⁷⁹⁶DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 5, Abs. 3.

¹⁷⁹⁷DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 6, Abs. 5.

¹⁷⁹⁸DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 6, Abs. 1.

¹⁷⁹⁹DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 6, Abs. 2.

¹⁸⁰⁰DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 6, Abs. 3.

¹⁸⁰¹DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 6, Abs. 4, im verbund mit dem VO (EU) Nr. 600/2014, Art. 25.

¹⁸⁰²DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 7.

¹⁸⁰³DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 8, Abs. 1, Sublit. a.

¹⁸⁰⁴DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 8, Abs. 1, Sublit. b.

па под ово правило треба подвести и *naked short selling*. Што се тиче *greenshoe* опције у ужем смислу, она не сме прелазити износ од 15% емитованих ХОВ, а може се користити само у току трајања мера стабилизације.¹⁸⁰⁵ Јавност мора бити темељно обавештена о примени ове опције, а пре свега о времену примене исте, броју и врсти релевантних ХОВ.¹⁸⁰⁶

Што се тиче *reverse greenshoe* опције, питање допуштености је мало компликованије. У овом случају АД стиче сопствене акције, па треба применити правила која регулишу стицање и трговање сопственим акцијама. Наш закон садржи одредбу у којој се наводи да се одредбе везане за злоупотребе на тржишту капитала не примењују у случају стицања сопствених акција, уколико се исте стичу у складу са програмом откупа и подзаконским актима.¹⁸⁰⁷ Међутим, подзаконски акти нису усвојени, те је нејасно који су то услови које треба задовољити, да би се овај изузетак могао користити.

Право ЕУ не предвиђа да се у случају *reverse greenshoe* опције може применити изузетак, будући да се он може користити само у случају програма откупа сопствених акција, али не и у случају стабилизације курса.¹⁸⁰⁸ Поред овакве регулације, могуће је спровести овај метод стабилизације у праву ЕУ, пошто постоји одређени ниво толеранције, код утврђивања да ли се ради о злоупотреби.¹⁸⁰⁹ Стога покровитељ може вршити откуп по тржишним условима и смањити количину ХОВ у промету, при чему се не сме остварити доминантан утицај на понуду и тражњу.¹⁸¹⁰ Број ХОВ који би се могао откупити, био би у сразмери са количином сопствених акција које АД може стећи, што је најчешће на нивоу од 10%.¹⁸¹¹ Наравно, мора се извршити *ad hoc* информисање о предузетој мери стабилизације, како се не би радило о коришћењу инсајдерске информације.

¹⁸⁰⁵DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 8, Abs. 1, Sublit. d. und e.

¹⁸⁰⁶DV (EU) C(2016)1357/F1, Art. 8, Abs. 1, Sublit. f.

¹⁸⁰⁷ЗТК, чл. 73, ст. 6. Програм откупа је трговање акцијама на основу одлуке о стицању сопствених акција из ЗПД, чл. 282 и није везан за мере стабилизације курса. Међутим, ЗТК га на овом месту помиње, будући да и у овом случају постоји изузетак од примене правила о забрани вршења злоупотреба на тржишту капитала.

¹⁸⁰⁸VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 5, Abs. 2. Изузетак је предвиђен само у циљу смањења основног капитала, задовољења обавеза проистеклих из ХОВ, које се могу заменити за основни капитал, затим у случају поделе акција запосленима или члановима извршног одбора, надзорног одбора, или да би се испуниле обавезе повезаног привредног лица. Под последње поменутих обавезама, треба сматрати ситуацију када су издате хибридне обвезнице, које дају право на замену за акције повезаног привредног друштва, што је чест случај у упоредном праву.

¹⁸⁰⁹DV (EU) 2016/1052, Einführung No. 11.

¹⁸¹⁰VO (EU) Nr. 596/2014, Art. 12, Abs. 2, Sublit. a.

¹⁸¹¹AktG, Par. 71, Abs. 1, Sublit. 8; ЗПД, чл. 282, ст. 2, тач. 4.

ЗАКЉУЧАК

Емисиони посао је централни правни институт инвестиционог банкарства. Начин регулације овог института, пресудно утиче на развој берзанског пословања и великих привредних друштава, као окоснице сваке развијене привреде. Наша регулација 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 га не дефинишу, будући да то није лако учинити. Постоји велики број варијација, које отежавају састављање дефиниције и условљавају да она мора бити изузетно опширна.

Можемо рећи да је емисиони посао издавање и пласирање серијских ХОВ на тржиште капитала, уз поштовање права и обавеза учесника емисионог посла. Међутим, 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.

Под агенцијском емисијом се подразумева 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. У праву СРН-а и ЕУ, покровитељство се 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. У случају чврстог преузимања, покровитељ откупљује целокупну емисију, а накнадно врши препродају ХОВ на тржишту капитала. Код *stand by* покровитељства, покровитељ откупљује преостали део емисије који није пласиран, а оно може бити са опцијом и без права опције. Ако није уговорено право опције, тада покровитељ мора да откупи непласирани део емисије. У случају постојања опције, разликујемо две ситуације и то покровитељство уз право избора- опције, на страни покровитеља (*call* опција) и на страни емитента (*put* опција). *Best effort* покровитељство је гранични случај између покровитељства и агенцијске емисије. Наиме, код овог типа покровитељства не презума се одговорност за успех емисије, већ се покровитељ само обавезује да учини све што је у његовој моћи да

пласман успе, односно исти се обавезује на облигацију средства, а не циља. Покровитељ уписује ХОВ, али не исплаћује купопродајну цену већ врши комисиону продају, без преузимања гаранција за успех.

Комисиону емисију (ванбилансну секјуритизацију) можемо дефинисати 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. Разликујемо 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.

Као предмет емисије могу се јавити материјализоване и дематеријализоване серијске ХОВ. У нашем праву, 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. Свакако, материјализоване серијске ХОВ нису изгубиле своју употребну вредност. У нашем

случају неразвијене свести о берзанском пословању, могле би значајно допринети да се шири 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 ЗХОВ, 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 залоге, 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 извршит *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.

Да 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 ЗЗКФУ, 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 редуција 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 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, се доноси 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 пропусти, 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. Поменуте 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 теоријска 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 акција). 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

о немогућавају 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 труст 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 ОТЦ 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 ОТЦ 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 регулисано

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 дозволу 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.

Претходно речено, говори у прилог томе 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 ЗХ са ЗОО и ЗТК, 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.

ЛИТЕРАТУРА

1. Achim Albrecht, Davud Karahan, Markus Lenenbach, *et. all.* „*Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht*“, Münster, 2010.
2. Ahmed Arif, *Deciphering Securitisation and Covered Bonds: Economic analysis and regulations*, Doctoral thesis, Erasmus University Rotterdam, 2017.
3. Alan M. White, „The Case for Banning Subprime Mortgages“, *University of Cincinnati Law Review*, No. 77/2008, p. 617.
4. Alexander P Ljungqvist, Tim Jenkinson, William J Wilhelm, „Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International IPOs ?“, *Centre for Economic Policy Research, working paper*, 2000. Доступно на: [http://users.ox.ac.uk/~ofrcinfo/file links/finecon_papers/2000fe04.pdf](http://users.ox.ac.uk/~ofrcinfo/file_links/finecon_papers/2000fe04.pdf), сајт посећен 21.07.2018. године.
5. Alison Lui, „Multiple principal-agent problems in securitisation“, *Poznan University of Economics Review*, Vol. 11, No. 2/2011, p. 47-72.
6. Andreas Fuchs, *et all*, *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar*, München, 2016.
7. Andrew Karolyi, „DaimlerChrysler AG, the first truly global share“, *Journal of Corporate Finance*, No. 9/2003, p. 409-430.
8. Andrew M. Rouse, „Kurt Wehbring, Housing as a National Priority“, *George Washington Law Review*, No. 4/1971, p. 674.
9. Arthur W. Leibold, „Uniform Conventional Mortgage Documents: FHLMC Style“, *Real Property, Probate and Trust Journal*, No. 3/1972, p. 435-440.
10. Barbara Grunewald, Michael Schlitt, *et all*, *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, München, 2014.
11. Benjamin H. Brownlow, „Rating Agency Reform: Presenting the Registered Market for Asset-Backed Securities“, *North Carolina. Banking Institute*, No. 15/2011, p. 111-138.
12. Bernd Rudolph, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen, 2006.
13. Branka Jurčević, „Osigurane obveznice kao alternativa ulaganju institucionalnih ulagača u državne obveznice“, *Zbornik radova: Dani hrvatskog osuguranja 2015*, Zagreb, 2015, str. 117-125.
14. Bruno Jeitziner, „Die Vinkulierung von Namensaktien aus ordnungstheoretischer Sicht“, *Die Unternehmung*, Vol. 43, No. 6/1989, p. 453-471.
15. Carsten Berrar, Andreas Meyer, Cordula Müller, York Schnorbus, Bernd Singhof, Christoph Wolf, *WpPG und EU-Prospekt VO*, Frankfurt am Mein, 2017.

16. Charles Davì, "Synthetic CDOs, Ratings, And Super Senior Tranches: Part 3", *Derivative Dribble*, December 8, 2008. Доступно на: <https://derivativedribble.wordpress.com/2008/12/08/synthetic-cdos-ratings-and-super-senior-tranches-part-3/>, сајт посећен 05.09.2018. године.
17. Christopher L. Culp, James. B. Heaton, „The Economics of Naked Short Selling“, *Regulation, Washington*, Vol. 31, Iss. 1, 2008, p. 46-51.
18. Claire A. Hill, „Whole Business Securitization in Emerging Markets“, *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol. 12, No. 521/2002, p. 521-532.
19. Craig G. Dunbar, „The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers“, *Journal of Financial Intermediation*, No 7/1998, p. 60-90.
20. Cyril Paul, „Understanding Green Shoe Option in Public Offerings“, *The Chartered Accountant, the monthly news journal of the Institute of Chartered Accountants of India*; January 2012, p. 1076-1080.
21. Daniel Beisel, Friedhold Andreas, *et all, Due Diligence*, München, 2017.
22. Daniel Hunecke, *Der Zeichnungsvertrag –Rechtsgeschäft über den Beitritt zur Kapitalgesellschaft*, Tübingen, 2011.
23. Daniel Stopp, Lina Wimmer, Ann-Kathrin Legath, *Initial Public Offering*, Nordestedt, 2018.
24. David Lucking-Reiley, „Vickrey Auctions in Practice:From Nineteenth-Century Philately toTwenty-First-Century E-Commerce“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 3/2000, p. 183-192.
25. Deutsche Bundesbank-Eurosystem, *Geld und Geldpolitik*, Frankfurt am Mein, 2017, доступно на: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/606038/c0364dd6034eb7e0c9230b77ed995c06/mL/geld-und-geldpolitik-data.pdf>, сајт посећен 17.05.2018. године.
26. Dmitri Boreiko, Stefano Lombardo, „Stabilisation Activity in Italian IPOs“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 12, No. 3/2011, p. 437-467.
27. Dorothee Einsele, *Bank - und Kapitalmarkt, Nationale und Internationale Bankgeschäfte*, Tübingen, 2014.
28. Frank J. Fabozzi, *et. all, The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Oxford, 2016.
29. Fritz Otto Bornemann, Hans-Otto Linnhoff, *Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen*, Berlin, 1958.

30. Froyd F. Burtchett, Clifford M. Hicks, Keith. L. Broman, *Corporation Finance*, Lincoln/Nebraska, 1959.
31. Gabrijela Mihelčić, „Pravni položaj kupca/vlasnika nekretnine u hipotekarnom režimu“, *Zbornik pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, br. 1/2009. str. 629-647.
32. Gary Gorton, „Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States“, *The Journal of Economic History*, No. 2/1985, p. 277-283.
33. Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all*, *Kommentar zum Aktiengesetz - Band 1*, München, 2007.
34. Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all*, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2015.
35. Gerald Spindler, Eberhard Stilz, *et. all*, *Kommentar zum Aktiengesetz - Band 2*, München, 2007.
36. Gerd Weger, *Optionsscheine als Anlagealternative*, Wiesbaden, 1985.
37. Günter Henn, Jürgen Frodermann, Dirk Jannott, *et. all*, *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg, 2009.
38. Hanns Prütting, Gerhard Wegen, Gerd Weinreich, *et. all*, *BGB Kommentar*, Neuwied, 2006.
39. Hanns Prütting, Gerhard Wegen, Gerd Weinreich, *et. all*, *Bürgerliches Gesetzbuch Kommentar*, Köln, 2018.
40. Hans Caspar von der Crone, Matthias Nänni, Eric Sibbern, „Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs“, *Bankhaftungsrecht*, Bern, 2006.
41. Hans Christoph Grigoleit, *et. all*, *Aktiengesetz Kommentar*, München, 2013.
42. Hans E. Büschgen, Oliver Everling, *et. all*, *Handbuch Rating*, Wiesbaden, 1996.
43. Hans Peter Schwintowski, *et. all*, *Bankrecht*, Berlin, 2017.
44. Hans Peter Schwintowski, *et. all*, *Bankrecht*, Köln, 2018.
45. Hans Wielens, *Die Emission von Auslandsanleihen*, Wiesbaden, 1968.
46. Harm Peter Westermann, Barbara Grunewald, Georg Maier Reimer, *et all*, *Erman Bürgerliches Gesetzbuch*, Köln, 2017.
47. Hartmut Sieper, *Handbuch Vermögensanlage*, Wiesbaden, 1992.
48. Harvey White Magee, *Treatise on the Law of National and State Banks including the Clearing House and Trust Companies and Bank Acceptances*, Albany, 1921.

49. Heinrich Meyer, Frank R. Primozic, *et. all, Die Verbriefungstransaktion*, Stuttgart, 2011.
50. Heinz Georg Bamberger, Herbert Roth, *et. all, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2*, München, 2012.
51. Heinz-Dieter Assmann, Uwe Schneider, *et. all, Wertpapierhandels-gesetz Kommentar*, Köln, 2012.
52. Helmut Kern, *Monetäre Wirkungen der Staatsverschuldung Konsequenzen für das Debt Management*, Berlin, 1981.
53. Henry Hansmann, Ugo Mattei, „The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis“, *New York University Law Review*, Vol. 73, No. May/1998, p. 434-479.
54. Herbert Schimansky, Hermann-Josef Bunte, Hans-Jürgen Lwowski, *Bankrecht – Handbuch, Band 2*, München, 2017.
55. Heribert Hirte, Peter O. Mülbert, Markus Roth, *Aktiengesetz, Band 1 Großkommentare der Praxis*, Berlin, 2017.
56. Heribert Hirte, Thomas M. J. Möllers, *et. all, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage*, Köln, 2014.
57. Huang Fang-Liang, Nie Zuoling, „IPO Underwriting Mechanisms: A Comparison of Stand-by Underwriting and Other Methods“, *2010 International Conference on Management and Service Science*, Aug. 2010, p. 1-4.
58. Humayun Kabira Kabir Hassan Neal Maroney, “International diversification with American Depository Receipts (ADRs)”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 19, Issue 1/2011, p. 98-114.
59. Hunter Oakley, Federal National Mortgage Association: Its Response to Critical Financing Requirements of Housing, *George Washington Law Review*, No. 4/1971, p. 818.
60. Ian Bell; Petrina Dawson, „Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer“, *Duke Journal of Comparative & International Law*, No.12/ 2002, p. 541-605.
61. Ivan Padjen, „Javno i Privatno pravo: Transfer pravnih teorija“, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu*, br. 3-4/2007, str. 443-461.
62. Jack M Guttentag, „The Federal National Mortgage Association Research Study Two“, *Federal Credit Agencies- A series of research studies prepared for the Commission on Money and Credit*, Englewood Clifs N.J., 1963, p. 88.

63. Jakob Miethe, David Pothier, "Brexit: Was steht für den britischen Finanzsektor auf dem Spiel?“, *DIW-Wochenbericht*, No. 31/2016, S. 681-690.
64. Jennifer O’Hare, „Synthetic CDOS, Conflicts of Interest, and Securities Fraud“, *University of Richmond Law Review*, Vol. 48, No. January 2014, p. 667-731.
65. Jens Ekkenga, Heyo Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006.
66. Jens Ekkenga, Heyo Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Gießen, 2005.
67. Joachim Hennrichs, "Haftungsrechtliche Aspekte des Ratings“, *Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag am 8. Mai 2004*, Berlin, 2004, S. 875-891.
68. John Joseph. Rahill, *Corporation Accounting and Corporation Law*, Fresno California 1906.
69. Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache, Brian Sack, „The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1, 2011, p. 3-43.
70. Junesuh Yi, „Treasury Bills and Central Bank Bills for Monetary Policy“, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, No. 109/2014, p. 1256-1260.
71. Jürgen Frodermann, Dirk Jannott, *et. all*, *Handbuch des Aktiensrechts*, Heidelberg, 2017.
72. Karsten Schmidt, Marcus Lutter, *et. all*, *Aktiengesetz Kommentar*, Köln, 2015.
73. Katz G. Jonathan, „Reviewing the SEC, Reinvigorating the SEC“, *University of Pittsburgh Law Review*, No. 70/2010, p. 489-517.
74. Kay-Michael Schanz, *Börseneinführung*, München, 2012.
75. Keckés András, „Hold steady! – The Theoretical and legal background for of Market Stabilisation in Inicial Public Offering, Transactions“, *Jura - A Pecsí Tudományegyetem Allames*, No. 2016/2, p. 84-93.
76. Klaus J. Hopt, Christoph H. Seibt, *et. all*, *Schuld-Verschreibungs-Recht*, Köln, 2017.
77. Konrad Bösl, *Praxis des Börsengangs – Ein Leitfaden für mittelstandische Unternehmen*, Wiesbaden, 2004.
78. Kristin N. Johnson, „Things Fall Apart: Regulating the Credit Default Swap Commons“, *University of Colorado Law Review*, No. 82/2011, p. 101-193.
79. Lakhbir Hayre, *et. all*, *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, New York, 2001.

80. Lawrence M. Benveniste, Walid Y. Busaba, „Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4, december 1997, p. 383-403.
81. Leopold Michael Martzi, *Das Recht der Pfandbriefe und Hypothekenbanken in Vergangenheit und Gegenwart – dissertation*, Wien 2000.
82. Lewis Loss, Joel Seligman, *Fundamentals of securities regulations*, New York, 2004.
83. Lotte Frach, *Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien: Die BaFin und die FSA im Spannungsfeld der Politik*, Wiesbaden, 2008.
84. Lucy Heckman, *NASDAQ: A Guide to Information Sources*, New York and London, 2001.
85. M L Murdeshwar, „Negotiable Certificate of Deposit A New Monetary Instrument“, *Economic and Political Weekly*, Vol. 5, No. 39 (Sep. 26, 1970.), p. 1606-1608.
86. Marcin Kacperczyk and Philipp Schnabl, “When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 1-Winter 2010, p. 29-50.
87. Marcus Walker, Neil Shah, „International Finance: Naked Truth: Not in Germany - Regulator Enacts Short-Selling Bans on Concern for 'Excessive Price Movements“, *Wall Street Journal, Eastern edition; New York*, No. 2, 19 May 2010, p. 2.
88. Marius Renner, *Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital*, Göttingen, 2016.
89. Markus Lenenbach, *Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht*, Köln, 2010.
90. Mathias Habersack, Peter Mülbert, Michael Schlitt, *et. all., Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 2013.
91. Mathias Habersack, Peter O. Mülbert, Michael Schlitt, *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, München, 2012.
92. Mathias Habersak, *et. all, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, München, 2017.
93. Michael J. Fleming, Kenneth D. Garbade, „Explaining Settlement Fails“, *Current Issues in Economics and Finance - Federal reserve Bank of New York*, Vol. 11., No. 9, September 2005, p. 1-7.
94. Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter M. Garber, „The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap“, *NBER* -

Working Paper, No. 10727, доступно на: <http://www.nber.org/papers/w10727.pdf>, сајт посећен 01.06.2018. године.

95. Miguel Á. Pena-Cerezo, Arturo Rodríguez-Castellanos, Francisco J. Ibáñez-Hernández, “Primary yield and multitranche structure in securitization issues: Explicative factors. A review”, *European Research on Management and Business Economics*, Vol. 22, Issue 3, p. 111-116.
96. Moorad Choudhry, *et. all*, *Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation*, Toronto, 2010.
97. Nadine Ruppel, *Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union*, Gießen, 2013.
98. Nicholas H. Bingham, Rüdiger Kiesel, *Risk-Neutral Valuation: Pricing and Hedging of Financial Derivatives*, London, 2004.
99. Paul H. Assies, Dirk Beule, Julia Heise, Hartmut Strube, *et. all*, *Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktsrecht*, Köln, 2015.
100. Peter Derleder, Kai-Oliver Knops, Heinz Georg Bamberger, *et. all*, *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2*, Heidelberg, 2017.
101. Petra Buck Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Heidelberg, 2016.
102. Preston McAfee, John McMillan, „Auctions and Bidding“, *Journal of Economic Literature*, Vol XXV, No. 2, June 1987, p. 699-738.
103. Rainer Smola, *PfandBG Kommentar*, Berlin, 2017.
104. Ralf Frank, „Contingent Convertible Bonds (CoCos)“, *DVFA Kompendium Contingent Convertible Bonds (CoCos)*, Vol. I, No. 1, p. 1-11.
105. Reinfrid Fischer, Thomas Klanten, *Bankrecht, Grundlagen der Rechtspraxis*, Köln, 2010.
106. Reinhard Marsch-Barner, Frank Schäfer, *et. all*, *Handbuch börsennotierte AG*, Köln, 2009.
107. Reinhold Adrian, Thomas Heidorn, *Der Bankbetrieb: Lehrbuch und Aufgaben*, Wiesbaden, 2000.
108. Rene Bösch, „Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht“, *Die Reform des Schuldverschreibungsrechts*, Berlin 2004, S. 189-218.
109. Robert S. Hansen, Beverlz R. Fuller, Vahan Janjigian, “The Over-Allotment Option and Equity Financing Flotation Costs: An Empirical Investigation”, *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, 1987, p. 24-32.

110. Robert Sünderhauf, *Bewertung des Ausfallrisikos deutscher Hypothekbank-Pfandbriefe*, Ingolstadt, 2006.
111. Roland Erne, Norbert Bröckner, Jens Ekkenga, Marcel Kirchhartz, Frank von Look, *Bank- und Börsenrecht*, München, 2014.
112. Rüdiger Götte, *Der Weg zum erfolgreichen Investment mit Optionsscheinen: eine Einführung in Optionsschein Theorie*, Marburg, 2003.
113. Rüdiger Veil, *et. all, Europäisches Kapitalmarktrecht*, Tübingen, 2014.
114. Rudolf E. Uhlman, The Law Of Hybrid Securities, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 23, Iss. 2/2 (1935-1936), p. 182-207.
115. Saad Azmat, Michael Skully, Kym Brown, "The (little) difference that makes all the difference between Islamic and conventional bonds", *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 42/2017, p. 46-59.
116. Samuel N. Allen, „A Lawyer's Guide to the Operation of Underwriting Syndicates“, *New England Law. Review*, Vol. 26, No. 2/1991, p. 319.
117. Schulman Allen, „Contingent Convertible Bonds“, *The CPA Journal*, New York, Vol. 84, Iss. 6, (Jun 2014), p. 52-55.
118. Siegfried Kümpel, Arne Wittig, *et. all, Bank-und-Kapitalmarkt-Recht*, Köln, 2011.
119. Simon Hill, Tim Beech, „The credit crisis: have trustees lived up to expectations?“, *Capital Markets Law Journal*, 2010, Vol. 5, No. 1, p. 5-20.
120. Sophie Baker, „Study: Naked short selling did not cause 2008 crash“, *Pensions & Investments*, Vol. 43, Iss.9, (May 4, 2015), p. 8.
121. Stefan Grundmann, *Bankrecht-Handbuch*, München, 2017.
122. Stefan Pulver, *Phasen, Vorteile und Probleme des Bookbuilding-Verfahrens: Dargestellt am Börsengang der Deutschen Telekom AG – Diplom Arbeit*, Hamburg, 2011.
123. Stefano Lombardo, „The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 8, No. 4/2007, p. 521-565.
124. Stephanie Madeleine Bialluch, *Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis*, Tübingen, 2018.
125. Steven L. Schwarcs, Gregory M. Sergi, „Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee“, *Alabama Law. Review*, Vol. 59, Issue 4/2008, p. 1037-1073.

126. Steven L. Schwarcz, „The Conundrum of Covered Bonds“, *The Business Lawyer*, Vol. 66, No. 3, p. 562-588.
127. Susanne Kalss, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht- System (I)*, Wien, 2005.
128. Thomas A. Kasper; Les Parker, „Understanding Collateralized Mortgage Obligations“, *Columbia Business Law. Review*, J. 1987, No. 139, p. 139.
129. Thomas Schuster, Margarita Uskova, *Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen*, Mannheim, 2015.
130. Thomas Wachter, *et. all, Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, 2014.
131. Tim Jenkinson, Howard Jones „The Economics of IPO Stabilisation, Syndicates and Naked Shorts“, *European Financial Management*, Vol. 13, No. 4, 2007, p. 616-642.
132. Timo Holzborn, *et. all, WpPG Kommentar–Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften*, Berlin, 2014.
133. Tobias Bürgers, Torsten Körber, *et. all, Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, Heidelberg, 2008.
134. Ulrich Christian Simon, *Das neue Schuldbeschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens*, Köln, 2011.
135. Uwe Hüffer, *AktG Kommentar*, München, 2012.
136. Uwe Hüffer, *Aktiengesetz*, München, 2010.
137. Uwe Hüffer, Jens Koch, *Aktiengesetz*, München, 2018.
138. Wilhelm Pieter Campe Smith, *The Implication od Basel II on Securitisation Transactions of Banks – Disertation*, University of Johannesburg, Johannesburg, 2007.
139. Winfried Harter, Jörg Franke, Jürgen Hogrefe, Rolf Seger, *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, Stuttgart, 1990.
140. Wolfgang Groß, *Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs –V erordnung, zum Verkaufsprospekt und zur Verkaufsprospekt – Verordnung*, München, 2002.
141. Wolfgang Hölter, *et. all., Aktiengesetz Kommentar*, München, 2017.
142. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalls, *et. all, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1*, München, 2016.
143. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss, *et. all, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 4*, München, 2016.

144. Zahn Andreas, Lemke Rudolf, „Anleihen als Instrument der Finanzierung und Risikosteuerung“, *BKR - Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, Heft 12, Jahr 2002, S. 527-535.
145. Zsuzsánna Biedermann, „Off-exchange Trading, Dark Pools and their Regulatory Dilemmas“, *Public Finance Quarterly*, No. 2015/1, p. 78-94.
146. Азиз Султановић, *Хартије од вредности*, Сарајево, 1973.
147. Бојан Пајтић, „Банкарска гаранција у српском и европским правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 3/2015, стр. 1127-1134.
148. Бојан Пајтић, „Јемство у српском и упоредним правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 4/2014, стр. 177-184.
149. Борислав Благојевић, Врлета Круљ, *et. all*, *Коментар закона о облигационим односима – књига прва*, Београд, 1983.
150. Бошко Живковић, Дејан Шошкић, *Финансијска тржишта и институције*, Београд, 2018.
151. Владимир Марјански, „Лица одговорна за садржај проспекта“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр 4/2013, стр. 275-292.
152. Владимир Марјански, „Недостаци проспекта“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2010, стр. 303-314.
153. Владимир Марјански, *Јавна понуда хартија од вредности, докторска дисертација*, Универзитет у Новом Саду, 2009.
154. Владимир Марјански, Сандра Фишер Шобот, *Право хартија од вредности*, Нови Сад, 2016.
155. Драгор Хибер, „Побијање уговора о јемству у стечајном поступку“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 1/2015, стр. 58-74.
156. Зоран Арсић, „Упис акција и уписни уговор“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2016, стр. 41-50.
157. Ивица Јанковец, *Привредно право*, Београд, 1999.
158. Јелисавета Василић, „Накнада штете у банкарским пословима кроз праксу привредног судства“, *Правни Живот*, бр. 9-10/92, стр. 1563-1574.
159. Јован Стојановић, „Заложно право *sui generis* грађанског права“, *Европска Ревизија*, бр. 2/2016, стр. 85-93.
160. Људевит Розенберг, *Обвезно право*, Загреб, 1978.

161. Милош Драгосавац, „Колатерализоване дужничке облигације“, *Школа бизниса*, бр. 3/2012, стр. 29-37.
162. Мирјана Радовић, *Чување и администрирање (депозит) хартија од вредности*, Београд, 2014.
163. Мирко Васиљевић, *Трговинско право*, Београд, 2012.
164. Никола Крстић, „Механизам обезбеђења обвезница с освртом на стање у Републици Србији“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр 3/2017, том 1, стр. 909-922.
165. Никола Крстић, „Могућност вршења билансне секјуритизације дуговања у Републици Србији путем издавања покривених обвезница“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2017, стр. 543-553.
166. Обрен Станковић, Миодраг Орлић, *Стварно право*, Београд, 2001.
167. Радован Вукадиновић, *Међународно пословно право*, Крагујевац, 2012.
168. Славко Царић, *Банкарски послови и хартије од вредности*, Нови Сад, 1993.
169. Слободан Перовић, Драгољуб Стојановић, *et. all*, *Коментар закона о облигационим односима - књига права*, Горњи Милановац, 1980.
170. Слободан Перовић, Драгољуб Стојановић, *et. all*, *Коментар Закона о облигационим односима - књига друга*, Крагујевац, 1980.
171. Соња Бунчић, *Банкарско и берзанско право*, Нови Сад, 2012.
172. Стеван Шогоров, *Банкарска гаранција*, Београд, 1985.
173. Стеван Шогоров, *Банкарско право*, Београд, Ср. Каменица, 2009.

КОРИШЋЕНИ ИЗВОРИ СА ИНТЕРНЕТА

1. <http://arhiva.glas-javnosti.rs/arhiva/2001/01/17/srpski/E01011601.shtm>, сајт посећен 28.07.2018. године.
2. <http://www.caseificio4madonne.it/images/investor-relations/documento-ammissione-borsa-italiana.pdf>, сајт посећен 23.07.2017 године.
3. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fazfinance/optionsscheine/basiswissen/basiswissen-optionsscheine-optionsscheintypen-fragen-und-antworten-148306.html>, сајт посећен 29.07.2018. године.
4. <http://www.javnidug.gov.rs/lat/default.asp?P=147>, сајт посећен 05.08.2018. године.

5. <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Prospekti/Srbija%202017.pdf>, сајт посећен дана 05.08.2018. године.
6. http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?&id=4226&change_lang=ls, сајт посећен 01.08.2018. године.
7. http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/stedni_zapisi/index.html?cmsframe=printerfriendly, сајт посећен 01.08.2018. године.
8. http://www.nexe.rs/userDocsImages/Prospekt_obveznice.pdf, сајт посећен 22.07.2017. године.
9. <http://www.skgo.org/vesti/detaljno/876/novi-sad-emituje-municipalne-obveznice>, сајт посећен 07.08.2018. године.
10. <https://ba.ekapija.com/news/346534/na-naplatu-dospjeli-komercijalni-zapisi-emitenta-fis-vitez>, сајт посећен 28.07.2018. године.
11. <https://ba.ekapija.com/news/877440/gorenje-plasiralo-komercijalne-zapise-vrijedne-35-mil-eur>, сајт посећен 28.07.2018. године.
12. <https://www.belex.rs/trgovanje/kapitalizacija>, сајт посећен 04.09.2018. године.
13. <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2011125329>, сајт посећен 13.02.2019. године.
14. <https://www.ekapija.com/news/326261/telefonija-emitovala-prve-dugorocne-korporativne-obveznice-na-srpskom-trzisltu>, сајт посећен 08.08.2018. године.
15. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Handbook-recent-items-unlocked/ICMA-PMH-consolidated-changed-pages-for-interim-hard-copy-updating-191218.pdf>, сајт посећен 21.02.2020. године.
16. <https://www.finanzen.net/anleihen/a18vbg-serbien-anleihe>, сајт посећен 05.08.2018. године.
17. https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/pfandbriefe-weltweit-erster-flugzeug-pfandbrief-am-markt-platziert_H1474853409_6529, сајт посећен 13.02.2019. године.
18. <https://www.iosco.org/about/?subsection=emmou>, сајт посећен 06.04.2017. године.
19. <https://www.marketwatch.com/story/tesla-short-sellers-are-sitting-on-a-more-than-1-billion-paper-loss-after-stock-rally-2018-08-02>, сајт посећен 15.01.2019. године.
20. <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=billrates>, сајт посећен 01.08.2018. године.

21. https://www.wienerbourse.at/marktdaten/statistiken/jahresstatistiken/?fileId=30411&c15803%5Bfile%5D=vGS_6fXrU%2Fco%3D, стр. 2, сајт посећен 04.09.2018. године.

КОРИШЋЕНИ ДОМАЋИ ИЗВОРИ ПРАВА

1. Закон о алтернативним инвестиционим фондовима („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019).
2. Закон о банкама („Сл. гласник РС“, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015).
3. Закон о девизном пословању („Сл. гласник РС“, бр. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014 и 30/2018).
4. Закон о доприносима за обавезно социјално осигурање („Сл. гласник РС“, бр. 84/2004, 61/2005, 62/2006, 5/2009, 52/2011, 101/2011, 7/2012 - усклађени дин. изн., 8/2013 - усклађени дин. изн., 47/2013, 108/2013, 6/2014 - усклађени дин. изн., 57/2014, 68/2014 - др. закон, 5/2015 - усклађени дин. изн., 112/2015, 5/2016 - усклађени дин. изн., 7/2017 - усклађени дин. изн., 113/2017 и 7/2018 - усклађени дин. изн., бр. 4/2019 - усклађени дин. изн., 86/2019, 5/2020 - усклађени дин. изн., 153/2020 и 6/2021 - усклађени дин. изн).
5. Закон о задужбинама и фондацијама („Сл. гласник РС“, бр. 88/2010 и 99/2011 - др. закон и 44/2018 - др. закон).
6. Закон о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар („Сл. гласник РС“, бр. 57/2003, 61/2005, 64/2006 - испр., 99/2011 - др. закони и 31/2019).
7. Закон о заштити корисника финансијских услуга, („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014).
8. Закон о заштити пословне тајне („Сл. гласник РС“, бр. 72/2011).
9. Закон о извршењу и обезбеђењу („Сл. гласник РС“, бр. 106/2015, 106/2016 - аутентично тумачење и 113/2017 - аутентично тумачење).
10. Закон о јавним берзама Краљевине Србије од 03.11.1886. године.
11. Закон о јавним предузећима („Сл. гласник РС“, бр. 15/2016 и 88/2019).
12. Закон о јавном бележничтву („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011, 85/2012, 19/2013, 55/2014 – др. закон, 93/2014 – др. закон , 121/2014, 6/2015 и 106/2015).
13. Закон о јавном дугу („Сл. гласник РС“, бр. 61/2005, 107/2009, 78/2011, 68/2015, 95/2018 и 91/2019).
14. Закон о локалној самоуправи („Сл. гласник РС“, бр. 129/2007, 83/2014 - др. закон, 101/2016 - др. закон и 47/2018).

15. Закон о Народној банци Србије („Сл. Гласник РС“ бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018).
16. Закон о Националној корпорацији за осигурање стамбених кредита („Сл. гласник РС“, бр. 55/04).
17. Закон о облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају („Сл. гласник РС“, бр. 87/2011 и 66/2015).
18. Закон о облигационим односима („Сл. лист СФРЈ“, бр. 29/78, 39/85, 45/89 - одлука УСЈ и 57/89, „Сл. лист СРЈ“, бр. 31/93, „Сл. лист СЦГ“, бр. 1/2003 - Уставна повеља и „Сл. гласник РС“, бр. 18/2020).
19. Закон о општем управном поступку („Сл. гласник РС“, бр. 18/2016 и 95/2018 – аутентично тумачење).
20. Закон о осигурању („Сл. гласник РС“, бр. 139/2014).
21. Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом („Сл. гласник РС“, бр. 73/2019).
22. -Закон о пензијском и инвалидском осигурању („Сл. гласник РС“, бр. 34/2003, 64/2004 - одлука УСРС, 84/2004 - др. закон, 85/2005, 101/2005 - др. закон, 63/2006 - одлука УСРС, 5/2009, 107/2009, 101/2010, 93/2012, 62/2013, 108/2013, 75/2014, 142/2014 и 73/2018, 46/2019 - одлука УС и 86/2019).
23. Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације („Сл. гласник РС“, бр. 123/2007, 30/2010, 115/2014 и 112/2015).
24. Закон о предузећима („Сл. лист СРЈ“, бр. 29/96, 33/96 - испр., 29/97, 59/98 и 74/99).
25. Закон о преузимању акционарских друштава („Сл. гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016).
26. Закон о привредним друштвима („Сл. гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018 и 91/2019).
27. Закон о Развојном фонду Аутономне Покрајине Војводине („Сл. гласник РС“, бр. 124/12).
28. Закон о рачуноводству ("Сл. гласник РС", бр. 73/2019).
29. Закон о ревизији („Сл. Гласник РС“, бр. 73/2019).
30. Закон о решавању сукоба закона са прописима других земаља („Сл. лист СФРЈ“, бр. 43/82 и 72/82 - испр., „Сл. лист СРЈ“, бр. 46/96 и „Сл. гласник РС“, бр. 46/2006 - др. закон).

31. Закон о трговачком бродарству („Сл. гласник РС“, бр. 96/2015 и 113/2017 - др. закон).
32. Закон о тржишту капитала („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020)).
33. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Сл. гласник РС“, бр. 47/2006).
34. Закон о удружењима („Сл. гласник РС“, бр. 51/2009, 99/2011 - др. закони и 44/2018 - др. закон).
35. Закон о Фонду за развој Републике Србије („Сл. гласник РС“, бр. 36/2009, 88/2010, 119/2012 и 5/2015).
36. Закон о хартијама од вредности („Сл. Лист СРЈ“ бр. 26/95, 28/96 – други закон и 59/98).
37. Закон о хипотеци („Сл. гласник РС“, бр. 115/2005, 60/2015, 63/2015 – одлука УС и 83/2015).
38. Закон о Централном регистру обавезног социјалног осигурања ("Сл. гласник РС", бр. 95/2018 и 91/2019)
39. Кривични законик („Сл. гласник РС" бр. 85/2005, 88/2005 – испр., 107/2005 – испр., 72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013, 108/2014, 94/2016 и 35/2019).
40. Одлука о управљању ризицима банке, („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011-135, 94/2011-35, 119/2012-120, 123/2012-89, 23/2013-7 (др. одлука), 43/2013-137, 92/2013-23, 33/2015-115, 61/2015-24, 61/2016-98, 103/2016-245, 119/2017-40, 76/2018-63, 57/2019-226, 88/2019-72, 27/2020-92, 67/2020-30 (др. одлука).
41. Одлука о условима и начину издавања и продаје краткорочних хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011).
42. Одлука о условима и начину издавања штедних записа Народне банке Србије („Сл. Гласник РС“, бр. 113/2005).
43. Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 45/2011 и 34/2013, 74/2020 и 98/2020).
44. Правила пословања Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3242/12, са изменама и допунама број: 04/2-1521/13, 04/2- 1148/14, 04/2-12143-1/15, 04/2 бр. 6512/18, бр. 04/2- 7704/18 и 04/2-1212/20).
45. Правила пословања Централног регистра хартија од вредности, депоа и клиринга хартија од вредности (број 2/12-3 од 27.04.2012. године, са изменама и допунама: 10 број 2/12-2 од 26.12.2012. године, 10 број 2/6-3/1 од 09.10.2013. године, 10 број 2-

8/21-2 од 25.07.2014. године, 10 број 2-8/23-4-1 од 29.12.2014. године, 10 број 2-9/12-2 од 11.12.2015. године, 10 број 2-9/18-2 од 18.03.2016. године, 10 број 2-9/33-2 од 18.01.2018. године, 10 број 2-9/36-7 од 22.03.2018. године, 10 број 2-9/39-2 од 10.10.2018. године, 10 број 2-9/40-4 од 26.12.2018. године, 10 број 2-9/46-2 од 25.06.2019. године, 10 број 2-9/51-2 од 22.01.2020. године и 10 број 2-9/54-4 од 25.03.2020. године.).

46. Правилник о листингу Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3163/12, 04/2-12157/15, 04/2-6848/16, 04/2-323/18, 04/2-3383/18, 04/2-1211/20).
47. Правилник о одобравању статуса квалификованог инвеститора и вођењу регистра („Сл. гласнику РС“, бр. 89/2011).
48. Правилник о примени изузетака од обавезе објављивања проспекта („Сл. гласника РС“, бр. 15/2017).
49. Правилник о садржини захтева за одобрење објављивања проспекта и документацији која се доставља уз захтев за одобрење проспекта („Сл. гласник РС“, бр. 89/ 2011, 14/2016 и 61/2020).
50. Правилник о садржини Регистра привредних субјеката и документацији потребној за регистрацију („Сл. гласник РС“, бр. 42/16).
51. Правилник о тарифи Београдске берзе а.д. Београд (бр.: 04/2-3165-1/12, 04/2-1533/15, 04/2-9055/15, 04/2-8418/16, 04/2-7705/18 и 04/2-1213/20.).
52. Правилник о терминском плану рада Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности, са последњим изменама од дана 01.01.2016. године доступно на: http://www.crhov.rs/pravnaregulativa/Preciscen_tekst_Terminski_plan_23_03_2016.pdf, сајт посећен 17.06.2018. године.
53. Правилник о форми, минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и оглашавању у вези са проспектом („Сл. гласник РС“, бр. 89/2011, 14/2013, 14/2016, 74/2016 и 61/2020).
54. Српски грађански законик од 11. марта 1844. године, са изменама и допунама.
55. Статут Аутономне Покрајине Војводине („Сл. Лист АП Војводине“, бр. 20/2014).
56. Статут Националне корпорације за осигурање стамбених кредита од дана 12. јула 2004., доступно на: http://www.nkosk.rs/sites/default/files/info_page_documents/statut_nkosk_lat.pdf, сајт посећен 11.09.2018. године.
57. Упутство за спровођење аукцијске куповине/продаје хартија од вредности („Сл. гласник РС“, бр. 46/2011 и 41/2013).

58. Уредба о општим условима за емисију и продају државних хартија од вредности на примарном тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 100/2014, 78/2017, 66/2018, 78/2018 и 140/2020).

59. Уредба о општим условима за емисију и продају дугорочних државних хартија од вредности на међународном финансијском тржишту („Сл. гласник РС“, бр. 4/2013).

КОРИШЋЕНИ ИЗВОРИ ПРАВА ЕУ

1. Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 der Kommission vom 8.3.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen anwendbaren Bedingungen.
2. Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission.
3. Delegierte Verordnung (EU) C(2016)1357/F1 im verbund mit dem Art 25 des Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.
4. Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).
5. Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.
6. Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.
7. Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.
8. Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

9. Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).
10. Richtlinie 2014/65/EU des europäischen parlaments und des rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU. (MIFID 2).
11. Richtlinie der Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (80/390/EWG), ABI. EG Nr. L100/1 vom 17. April 1980.
12. Richtlinie des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (79/279/EWG) ABI. EG Nr. L66/21 vom 16. März 1979.
13. Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.
14. Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.
15. Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013. zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.
16. Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012.
17. Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.
18. Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.
19. Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.
20. Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012.

21. Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), Lisabon, 1.12.2009.

ИЗВОРИ ПРАВА ПОЈЕДИНИХ ДРЖАВА КОЈИ СУ КОРИШЋЕНИ

Савезна Република Немачка

1. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 15 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
2. Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand am 09.12.2019.
3. Börsengesetz (BörsG), vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.
4. Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand am 23.11.2020.
5. Börsenzulassungs-Verordnung (BörsZulV), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2832), die zuletzt durch Artikel 8 Absatz 5 des Gesetzes vom 8. Juli 2019 (BGBl. I S. 1002) geändert worden ist.
6. Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 13 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
7. Depotgesetz (DepotG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 11. Januar 1995 (BGBl. I S. 34), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514; 2017 I 559) geändert worden ist.
8. Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) vom 22. April 2002 (BGBl. I S. 1310), das zuletzt durch Artikel 9 Absatz 6 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
9. Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung Bank- und Wertpapieraufsichtrechtlicher Vorschriften, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 71 vom 28/10/1997.
10. Kreditwesengesetz (KWG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
11. Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz (LuftNaSiG) vom 5. Juni 1997 (BGBl. I S. 1322), das zuletzt durch Artikel 24 Absatz 17 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist.
12. Pfandbriefgesetz (PfandBG), vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.

13. Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), das zuletzt durch Artikel 18 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
14. Verordnung über die Form und den Inhalt der Deckungsregister nach dem Pfandbriefgesetz und die Aufzeichnung der Eintragungen (Deckungsregisterverordnung - DeckRegV) vom 25. August 2006 (BGBl. I S. 2074), die durch Artikel 7 des Gesetzes vom 20. März 2009 (BGBl. I S. 607) geändert worden ist.
15. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 1 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.
16. Wertpapierprospektgesetz (WpPG), vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 60 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

Савезна Република Аустрија

1. Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB) StF: dRGBl. S 219/1897 (GBlÖ Nr. 86/1939).
2. Das österreichische Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (Aktiengesetz – ÖAktG) StF: BGBl. Nr. 98/1965 idF BGBl. Nr. 24/1985 (DFB) (NR: GP X RV 301 AB 661 S. 76_BR: S. 226.)
3. Das österreichische Bundesgesetz über das Bankwesen (Bankwesengesetz – BWG) StF: BGBl. Nr. 532/1993 idF BGBl. Nr. 639/1993 (DFB) (NR: GP XVIII RV 1130 AB 1170 S. 127. BR: AB 4571 S. 573.) [CELEX-Nr.: 373L0183, 377L0780, 389L0646, 389L0299, 389L0647, 391L0031, 383L0350, 386L0635, 389L0117, 391L0308 (EWR/Anh. IX)][CELEX-Nr.: 387L0102 (EWR/Anh. XIX)].
4. Hypothekbankgesetz – HypBG. Vom 13. Juli 1899. StF: dRGBl. S 375/1899 (GBlÖ Nr. 648/1938).

Сједињене Америчке Државе

1. An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate [Public, No. 22.] and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes, 73d Congress. sess. I. ch. 38. May 27, 1933. (Securities Act of 1933).

Швајцарска Конфедерација

1. Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (Stand am 1. Januar 2020) Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf die Artikel 34 ter, 64 und 64 bis der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 2. Februar 1934.

2. Pfandbriefgesetz (PfG) vom 25. Juni 1930 (Stand am 1. Januar 2015) Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 Absatz 2 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 14. Dezember 1925.
3. Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB), vom 10. Dezember 1907 (Stand am 1. Januar 2020), Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, gestützt auf Artikel 64 der Bundesverfassung, nach Einsicht in eine Botschaft des Bundesrates vom 28. Mai 1904.

КОРИШЋЕНИ АУТОНОМНИ МЕЂУНАРОДНИ ИЗВОРИ ПРАВА

1. ICMA Standard Form Agreement Among Managers Version 1 (ICMA AAM v1), dostupno na: [file:///C:/Users/Dekanat/Downloads/ICMA%20PMH%20-%20Appendix%20A1%20-%20July%202016%20280716%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Dekanat/Downloads/ICMA%20PMH%20-%20Appendix%20A1%20-%20July%202016%20280716%20(1).pdf), сајт посећен 20.08.2018. године.

КОРИШЋЕНЕ ПРЕСУДЕ

- 1 BGH (Bundesgerichtshof) Urtel von 27. 2. 2007 – XI ZR 195/05. Доступно на: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&Datum=Aktuell&nr=39007&linked=pm>, сајт посећен 20 07.2018.
- 2 LG Ravensburg, Az.: 6 O 399/04, Urteil vom 20.01.2005, OLG Stuttgart, Az.: 9 U 34/05, Urteil vom 22.06.2005.
- 3 OLG Frankfurt am Mein, od 25.5.2004 8 U 84/04, ZIP 2004, 1449. Доступно на: <https://www.ewir-online.de/heft-15-2004/ewir-2004-741-verstoss-gegen-bankgeheim-nis-durch-abtretung-von-verbraucherdarlehensanspruechen-ohne-einwilligung-des/>, сајт посећен 20.07.2018.
- 4 Пресуда Врховног касационог суда, посл. бр. Прев 365/2015 од 8. јуна 2016. год.
- 5 Пресуда Привредног апелационог суда, посл. бр. Пж 1345/2014 од 01.10.2015. године.
- 6 Пресуда Привредног суда у Нишу, посл. бр. 5 П 92/213, од 17.10.2013. године.
- 7 Пресуда Привредног суда у Нишу, посл. бр. 6 П 496/2013, од 19.12.2013. године.
- 8 Пресуда Привредног суда у Нишу, посл. бр. 8 П 98/2013, од 17.10.2013. године.
- 9 Пресуда Привредног суда у Нишу, посл. бр. 8 П 98/2013, од 17.10.2013. године.

ИНДЕКС ПОЈМОВА

<i>Ad hoc</i> информисање – 186; 244; 266; 268; 309; 310; 315; 322; 324; 329.
<i>Asset backed securities</i> – 83; 85; 89; 90.
<i>Best effort</i> покровитељство – 14; 16; 21; 73; 74; 75; 76; 82; 141; 159; 160; 178; 182; 184; 201; 204; 207; 213; 223; 225; 226; 227; 228; 229; 230; 231; 235; 274.
<i>Bookbuilding</i> – 3; 19; 161; 184; 192; 201; 202; 204; 205; 206; 207; 208; 209; 210; 211; 213; 214; 217; 224; 227; 237; 243; 244; 271.
<i>CoCo Bond</i> – 52; 53.
<i>Collateral Mortgage Obligation</i> – 89.
<i>Cold listing</i> – 98; 100.
<i>Collateral debt obligation</i> – 90.
<i>Collateral fund obligations</i> – 90.
<i>Collateral loan obligations</i> – 90.
<i>Credit default swaps</i> – 92.
<i>Credit linked note</i> – 93; 94.
<i>Decoupled bookbuilding</i> – 208.
<i>Due diligence</i> – 118; 181; 188; 234; 236; 237; 238; 259; 264; 324.
<i>EURIBOR</i> – 47.
<i>Eurobond</i> – 104; 252.
<i>Fannie Mae</i> – 85; 86; 128; 129.
<i>Freddie Mac</i> – 79; 85; 86; 129.
<i>Ginnie Mae</i> – 79; 85; 86; 129.
<i>Greenshoe</i> – 22; 161; 162; 219; 315; 316; 319; 320; 321; 329.
<i>Grundschild</i> – 57; 291; 292.
<i>LIBOR</i> – 8; 47; 68.
<i>Lock up</i> – 208; 219; 315.
<i>Long position</i> – 315; 316.
<i>Loro</i> емисија – 2; 15; 64; 99; 101; 102; 103; 107; 126.
<i>Mortgage backed securities</i> – 85.
<i>Naked short selling</i> – 316; 317; 318; 320; 326; 327; 329.
<i>Nostro</i> емисија – 2; 99; 101.
<i>Reverse greenshoe</i> опција – 315; 321.
<i>Safe harbour</i> правила – 313; 315; 316; 320; 321; 322; 323; 327.
<i>Short position</i> – 315; 316; 320.
<i>Stand by</i> покровитељство – 16; 141; 159; 160; 178; 182; 183; 184; 204; 205; 213; 226; 227; 228; 229; 230; 231; 235; 244; 274; 283.
<i>Sukuk</i> – 50.
<i>True sale</i> секјуритизација – 85; 90; 91; 163.
<i>Warm listing</i> – 98.
Агент – 12; 15; 68; 74; 82; 95; 153; 155; 165; 237; 247; 253; 259; 260; 264.
Агенција за осигурање стамбених кредита – 85; 89; 107; 121; 128; 129.
Адресати обавеза везаних за проспект – 2; 99; 100; 247; 259; 260; 261; 261; 264; 266; 267; 268; 269.
Амортизационе ХОВ – 46; 68; 70.
Аукцијско утврђивање емисионе цене – 3; 4; 97; 157; 158; 192; 201; 202; 204; 205; 206; 210; 214; 215; 223; 225; 227; 243; 244; 271; 277.
Банкарска гаранција – 282; 283; 284.

Банкарска тајна – 173; 174.
Београдска берза – 297; 300; 306; 307; 318.
Билансна секјуритизација – 12; 17; 18; 22; 76; 78; 80; 162; 167.
Благајнички запис – 30; 64; 65; 66; 81; 109; 158.
Ванбилансна секјуритизација – 13; 16; 17; 22; 23; 43; 48; 58; 59; 73; 75; 76; 77; 78; 81; 82; 83; 84; 113; 114; 128; 129; 130; 141; 162; 163; 164; 166; 174; 179; 184; 185; 226; 238; 278.
Варанти – 3; 28; 29; 41; 47; 48; 50; 51; 52; 54; 59; 60; 61; 62; 102; 111; 112; 141; 146; 147; 152; 197; 204; 243; 270; 275; 276; 303.
Вечне обвезнице – 29; 47; 49.
Винкулисане акције – 31; 37; 40.
Депозитне потврде – 2; 36; 62; 63; 64; 102; 103; 104; 105; 106; 110; 207; 227; 303; 304; 308.
Дисконт емисионе цене – 67; 68; 204; 205; 206; 213; 223; 228; 229; 230.
Додатак проспекту – 247; 248; 265.
Документ о регистрацији – 240; 241; 242; 246; 247; 248; 251.
Документ о ХОВ – 241; 243; 246; 247; 251.
Државна гаранција – 3; 45; 87; 279; 280; 284; 285; 286.
Државни запис – 67; 68.
Енглески тип аукције – 215; 216; 217; 218, 219, 220; 221; 223.
ЕУ проспект раста – 243.
Залога – 18; 22; 56; 80; 169; 172; 279; 287; 288; 290; 292, 293; 294; 295; 296.
Замењиве обвезнице – 3; 39; 41; 48; 50; 51; 52; 53; 54; 111; 146; 152; 252; 270; 275.
Збирне ХОВ (нем. <i>Globalurkunden</i>) – 38; 42; 57; 254.
Инсајдерске информације – 122; 123; 124; 211; 266; 268; 309, 310, 311; 312; 320; 319; 320; 322; 323; 324; 325; 327; 329.
Информациони лист (нем. <i>Wertpapier-Informationsblatt</i>) – 255.
Јавна понуда ХОВ – 95; 96; 98; 99; 143; 153; 155; 156; 167; 207; 217; 250; 252; 253; 261; 262; 266; 267; 268; 269; 326.
Јавни позив – 59; 155; 157; 158; 269.
Јединствени проспект – 240; 242; 243; 246; 247; 249.
Јемство – 45; 76; 78; 274; 279; 280; 281; 282; 283; 284; 290; 296.
Квалификовани инвеститори – 5; 97 ;99; 100; 101; 107; 121; 122; 132; 133; 134; 157; 161; 165; 253; 254.
Комерцијални записи – 64; 68; 112.
Листинг – 5; 104; 156; 158; 297; 298; 300; 301; 302; 303; 304; 305; 306; 312.
Нефинансирана секјуритизација – 94; 163.
Обвезнице без купона – 44; 46; 51; 52; 53; 54; 67; 68; 69; 200; 205.
Обвезнице са купоном – 30; 44; 46; 53; 67; 70; 157.
Обвезнице са промењивом каматном стопом – 44; 54; 215; 221.
Обвезнице са фиксном каматном стопом – 46; 47; 69; 215; 220; 221.
Обезбеђене обвезнице – 44; 45.
Општи услови дужничке ХОВ – 43; 150; 190.
Оригинатор – 73; 94; 162; 164; 185.
Повереник – 43; 59; 82; 107; 164; 165; 295.
Подељени проспект – 240; 241; 242; 243; 246; 247; 249.
Приватна понуда ХОВ – 15; 95; 96; 97; 140; 141; 151; 167; 194; 253.
Прспект за јавну понуду – 64; 99; 101; 105; 121; 133; 159; 161; 242; 248; 251; 257; 311.
Прспект за укључење ХОВ у трговање – 98; 99; 100; 101; 152; 154; 160; 242; 251; 257; 258; 267; 268; 307; 311.

Регистар покрића – 22; 55; 57; 76; 141; 167; 168; 169; 172; 180; 294.
Рејтинг агенција – 14; 49; 88; 89; 107; 121; 130; 131; 132; 139; 324.
Сертификат о депозиту – 69.
Синтетичка секјуритизација – 15; 83; 88; 89; 90; 91; 92; 160.
Скраћени (енг. <i>accelerated</i>) <i>bookbuilding</i> – 208.
Скраћени проспект – 241; 242; 243; 246; 247; 251.
Сопствена емисија – 11; 12; 13; 17; 18; 21; 72; 73; 107; 167; 180; 226.
Сопствене акције – 40; 159; 161; 162; 186; 321; 322; 329.
Структурисана секјуритизација – 59; 81; 85; 86; 87; 89; 90; 91; 131; 164.
Теорија емисије – 276; 278.
Теорија креације – 276; 277.
Транше – 43; 59; 77; 82; 85; 87; 88; 89; 131; 164; 227; 278.
Трезорски запис – 66; 67; 68; 93.
Труст – 113; 114; 115; 162; 185; 295; 296.
Универзални регистрациони документ – 241; 243; 246.
Упрошћени проспект – 243.
Фиксно утврђивање емисионе цене – 192; 201; 205; 206; 207; 214; 215; 221; 224; 271; 277.
Финансијски деривати – 8; 22; 60; 83; 85; 90; 91; 92; 163; 168; 252.
Финансијски пасош – 103; 104; 117; 239.
Финансирана секјуритизација – 93; 94; 95; 163.
Франкфуртска берза – 103; 300; 301; 305; 306; 307; 312.
Хибридне обвезнице – 28; 29; 47; 48; 49; 51; 52; 55; 58; 101; 102; 131; 135; 187; 197.
Холандска аукција – 215; 216; 217; 218; 219; 220; 221; 222; 223; 225.
Чврсто преузимање – 16; 74; 141; 159; 160; 178; 182; 183; 184; 204; 205; 213; 223; 226; 227; 228; 229; 230; 231; 232; 235; 274; 317.
Штедни записи – 30; 69; 70; 110.

ИЗЈАВА О ПЛАНУ ТРЕТМАНА ПОДАТАКА

Прилог 1. Creative commons лиценца

Attribution-NonCommercial- NoDerivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)

Можете слободно:

Делити - копирати и дистрибуирати материјал у било ком медију или формату. Давалац лиценце не може одузети ове слободе све док се следе услови лиценцирања.

Услови који важе за ову лиценцу:

Цитирање - Морате навести одговарајући цитат, омогућити везу с лиценцом и назначити ако су извршене измене материјала. Можете то учинити на било који разуман начин, који не подразумева да давалац лиценце одобрава вашу употребу материјала.

Некомерцијално - не можете користити материјал у комерцијалне сврхе.

Без измена - Ако преуређујете, трансформишете или надограђујете материјал, не смете дистрибуирати модификовани материјал.

Нема додатних ограничења - не смете да примењујете правне услове или технолошке мере које законски ограничавају друге да раде било шта што дозвољава ова лиценца.

Прилог 2. План третмана података

Назив пројекта/истраживања
Докторска дисертација: Емисиони посао
Назив институције/институција у оквиру којих се спроводи истраживање
а) Универзитет у Новом Саду, Правни факултет у Новом Саду
Назив програма у оквиру ког се реализује истраживање
Докторске академске студије Јавно право
1. Опис података
1.1 Врста студије
<i>Укратко описати тип студије у оквиру које се подаци прикупљају</i> <u>Не прикупљају се подаци</u>
1.2 Врсте података
а) квантитативни
б) квалитативни
1.3. Начин прикупљања података
а) анкете, упитници, тестови
б) клиничке процене, медицински записи, електронски здравствени записи
в) генотипови: навести врсту _____

- г) административни подаци: навести врсту _____
- д) узорци ткива: навести врсту _____
- ђ) снимци, фотографије: навести врсту _____
- е) текст, навести врсту _____
- ж) мапа, навести врсту _____
- з) остало: описати _____

1.3 Формат података, употребљене скале, количина података

1.3.1 Употребљени софтвер и формат датотеке:

- а) Excel фајл, датотека _____
- б) SPSS фајл, датотека _____
- в) PDF фајл, датотека _____
- г) Текст фајл, датотека _____
- д) JPG фајл, датотека _____
- е) Остало, датотека _____

1.3.2. Број записа (код квантитативних података)

- а) број варијабли _____
- б) број мерења (испитаника, процена, снимака и сл.) _____

1.3.3. Поновљена мерења

- а) да
- б) не

Уколико је одговор да, одговорити на следећа питања:

- а) временски размак измедју поновљених мера је _____
- б) варијабле које се више пута мере односе се на _____
- в) нове верзије фајлова који садрже поновљена мерења су именоване као _____

Напомене: _____

Да ли формати и софтвер омогућавају дељење и дугорочну валидност података?

- а) Да
- б) Не

Ако је одговор не, образложити

2. Прикупљање података

2.1 Методологија за прикупљање/генерисање података

2.1.1. У оквиру ког истраживачког нацрта су подаци прикупљени?

- а) експеримент, навести тип _____
- б) корелационо истраживање, навести тип _____
- в) анализа текста, навести тип _____
- г) остало, навести шта _____

2.1.2 Навести врсте мерних инструмената или стандарде података специфичних за одређену научну дисциплину (ако постоје).

2.2 Квалитет података и стандарди

2.2.1. Третман недостајућих података

а) Да ли матрица садржи недостајуће податке? Да Не

Ако је одговор да, одговорити на следећа питања:

а) Колики је број недостајућих података? _____

б) Да ли се кориснику матрице препоручује замена недостајућих података?

Да Не

в) Ако је одговор да, навести сугестије за третман замене недостајућих података

2.2.2. На који начин је контролисан квалитет података? Описати

2.2.3. На који начин је извршена контрола уноса података у матрицу?

3. Третман података и пратећа документација

3.1. Третман и чување података

3.1.1. Подаци ће бити депоновани у _____
репозиторијум.

3.1.2. URL адреса

3.1.3. DOI

3.1.4. Да ли ће подаци бити у отвореном приступу?

а) Да

б) Да, али после ембарга који ће трајати до _____

в) Не

Ако је одговор не, навести разлог _____

3.1.5. Подаци неће бити депоновани у репозиторијум, али ће бити чувани.

Образложење

3.2. Метаподаци и документација података

3.2.1. Који стандард за метаподатке ће бити примењен?

3.2.1. Навести метаподатке на основу којих су подаци депоновани у репозиторијум.

Ако је потребно, навести методе које се користе за преузимање података, аналитичке и процедуралне информације, њихово кодирање, детаљне описе варијабли,

записа итд.

3.3 Стратегија и стандарди за чување података

3.3.1. До ког периода ће подаци бити чувани у репозиторијуму?

3.3.2. Да ли ће подаци бити депоновани под шифром? Да Не

3.3.3. Да ли ће шифра бити доступна одређеном кругу истраживача? Да Не

3.3.4. Да ли се подаци морају уклонити из отвореног приступа после извесног времена?

Да Не

Образложити

4. Безбедност података и заштита поверљивих информација

Овај одељак МОРА бити попуњен ако ваши подаци укључују личне податке који се односе на учеснике у истраживању. За друга истраживања треба такође размотрити заштиту и сигурност података.

4.1 Формални стандарди за сигурност информација/података

4.2

Истраживачи који спроводе испитивања с људима морају да се придржавају Закона о заштити података о личности

(https://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_zastiti_podataka_o_licnosti.html) и одговарајућег институционалног кодекса о академском интегритету.

4.1.2. Да ли је истраживање одобрено од стране етичке комисије? Да Не

Ако је одговор Да, навести датум и назив етичке комисије која је одобрила истраживање

4.1.2. Да ли подаци укључују личне податке учесника у истраживању? Да Не

Ако је одговор да, наведите на који начин сте осигурали поверљивост и сигурност информација везаних за испитанике:

а) Подаци нису у отвореном приступу

б) Подаци су анонимизирани

ц) Остало, навести шта

5. Доступност података

5.1. Подаци ће бити

а) јавно доступни

б) доступни само уском кругу истраживача у одређеној научној области

ц) затворени

Ако су подаци доступни само уском кругу истраживача, навести под којим условима могу да их користе:

Ако су подаци доступни само уском кругу истраживача, навести на који начин могу приступити подацима:

5.4. Навести лиценцу под којом ће прикупљени подаци бити архивирани.

6. Улоге и одговорност

6.1. Навести име и презиме и мејл адресу власника (аутора) података

6.2. Навести име и презиме и мејл адресу особе која одржава матрицу с подацима

6.3. Навести име и презиме и мејл адресу особе која омогућује приступ подацима другим истраживачима
