



Mr Tatjana Jovanić*

UDK 336.761 (497.11)

PRAVNE PRETPOSTAVKE EFIKASNOG TRŽIŠTA DUŽNIČKIH HARTIJA OD VREDNOSTI I ULOGA BANAKA - II DEO

*Jedan od osnovnih preduslova za razvoj
finansijskog tržišta naše zemlje je upravo
volja i potencijal banaka da razviju poslove
investicionog bankarstva*

* Asistent na Pravnom fakultetu u Beogradu

Regulisanje uslova za emisiju i nekoliko najbitnijih pravnih preduslova efikasnog tržišta dužničkih hartija od vrednosti

Prikupljanje kapitala emisijom hartija od vrednosti je u modernim tržišnim privredama pod kontrolom države, a podvrgnuto je i pravilima organizovanih tržišta. Jedna od mera kontrole emisije, naročito u pogledu dužničkih kratkoročnih hartija, je propisivanje uslova za obavljanje emisije. Kratkoročne dužničke hartije od vrednosti su najviše podvrgnute javnopravnoj regulativi u zemljama romanskog pravnog sistema.¹

Dok emisija korporativnih i municipalnih obveznica često predstavlja emisiju otvorenog tipa, emisija komercijalnih zapisa najčešće ima karakter kontinuirane serijske emisije zatvorenog tipa. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata predvideo je obavezu javnu ponudu hartija od vrednosti na organizovanom tržištu, ali je predvideo kao izuzetak od ove obaveze u vidu mogućnosti da se dužničkim hartijama od vrednosti može trgovati van berze ukoliko se ponuda vrši bez javnog oglašavanja, kao i u slučajevima kada su ugovorne strane profesionalni ulagači ili država, kao i Narodna banka Srbije. Prodavac hartija je dužan da o trgovini obavesti berzu na kojoj su ove hartije primljene na listing ili na slobodno berzansko tržište. Čini se da nije sasvim jasno da li Berza mora biti obavještena o emisiji svake pojedine serije u okviru programa emisije.

Uslovi u pogledu emitenta

1. Subjektivitet emitenta i donošenje odluke o emisiji: Prema užem shvatanju, koje dominira u većini zemalja Evrope, pravni subjekt koje u svoje ime emituje hartije mora biti pravno lice, što je predviđeno i u našem pravu. Emisija hartija od vrednosti čiji je izdavalac država, lokalni organ vlasti, državne agencije ili centralna banka uređuje se na drugačiji način u odnosu na bankarske i komercijalne dužničke instrumente.

U pogledu dužničkih hartija od vrednosti pojavljuje se više razlika u odnosu na emisiju korporativnih hartija, jer obligacione hartije može emitovati veći krug privrednih subjekata. Iako važećim domaćim propisima nije tačno određeno ko može da emituje komercijalne zapise, u uporednom pravu se inicijalno smatralo se da su to privredni subjekti koji ne spadaju u finansijski sektor niti državni sektor, ali se u poslednjih deset godina priznaje pravo sve većem broj ovih nekada izuzetih subjekata da emituju ove hartije. Uporedno posmatrano, komercijalne zapise najčešće emituju preduzeća sa visokim rejtingom, ali ga mogu emitovati i mala i srednja preduzeća (što je naročito slučaj u Italiji). Primer širokog kruga emitenata je Francuska gde komercijalne zapise može da emituje preduzeće "industrijskog ili komercijalnog karaktera", investiciona kompanija, zadruga i javno preduzeće, fondovi specijalne namene (u postupku sekjuritizacije), a od 2001. godine ove hartije mogu da emituju i lokalni organi vlasti i holding kompanije i još neki subjekti (*Code Monétaire et financier* L. 213-1 - L. 213-4). Portugalski Zakon o komercijalnom zapisu u čl. 2. navodi da ovaj instrument mogu emitovati preduzeća, finansijske institucije, zadruge, javna preduzeća i druga pravna lica, ali ne i fizička lica. Tendencija proširenja kruga emitenata primetna je i na nivou EU. Naime, predlog Konvencije o kratkoročnim hartijama predvideo je da emitenti mogu biti budu preduzeća, kreditno-depozitne i druge finansijske institucije, fondovi specijalne namene u postupku sekjuritizacije, zadruge, državni organi i međunarodne organizacije.

Odluku o emisiji dužničkih hartija donosi nadležni organ emitenta, na propisani način, u propisanoj formi i sa određenom sadržinom. Organ nadležan za donošenje odluke o emisiji dužničkih hartija od vrednosti je organ upravljanja, što za akcionarsko društvo predstavlja skupština, koja može da ovlasti i upravu. Izdavanje dugoročnih obveznica često zahteva i prethodnu saglasnost ne samo akcionara, već često i ostalih poverilaca, naročito banaka. Međutim, odluku o emisiji

¹ Npr. Italija: *Banca d'Italia: Istruzioni di vigilanza per le banche*, 229/ 21.4.1999; Belgija: *Loi relative aux billets de trésorière et aux certificats de dépôt*, 1991.; Portugal: Dekret - Zakon No. 69/2004 od 25 marta 2004.

komercijalnih zapisa donosi obično upravni odbor. Saglasnost akcionara se obično ne predviđa ukoliko je predviđeno da se sredstva koja će biti odobrena koriste samo radi realizacije tekućih potreba likvidnosti. To zahteva preciznije određenje u statutu društva kao i mehanizam odgovornosti uprave u slučaju prekoračenja ovlašćenja. Radikalni primer je Francuska, gde odluku o emisiji ovih hartija donosi predsednik upravnog odbora ili izvršni direktor, što znači da nije potrebna saglasnost niti samog upravnog odbora, niti skupštine akcionara.

U našoj zemlji odluku o izdavanju obveznica donosi skupština akcionarskog društva, ako se osnivačkim aktom ili samom odlukom skupštine ne ovlasti upravni odbor da takvu odluku donese, a ističe se da isto važi i u pogledu kratkoročnih hartija od vrednosti. Zakon o privrednim društvima pitanje odluke o emisiji reguliše u članu 205., koji se odnosi na emisiju akcija, ali se shodno primenjuje i na dužničke hartije od vrednosti. (M. Vasiljević, s.

243) U čl. 313. istog Zakona, kojim se reguliše delokrug upravnog odbora, istaknuto je da je upravni odbor nadležan za odlučivanje o pitanjima koja se odnose na izdavanje obveznica ili drugih hartija od vrednosti, u okviru limita predviđenog osnivačkim aktom privrednog društva kao i važećim propisima. Stoga je otvoreno pitanje da li bi zakonom trebalo pojačati mogućnost da za finansiranje tekućih potreba odluku o zaduženju donosi upravni odbor (eventualno predsednik upravnog odbora) i pod kojim uslovima (npr. određenje odnosa nominalne vrednosti emitovanih zapisa prema neto vrednosti aktive, određenje maksimalnog roka zaduženja i sl.).

Zakon o javnom dugu koji uređuje uslove, način i postupak zaduživanja Republike Srbije, jedinica teritorijalne autonomije i lokalne samouprave, državnih zavoda i fondova, kao i drugih pravnih lica čiji je osnivač Republika u čl. 1. predviđa da se njegove odredbe primenjuju i na zaduživanje javnih preduzeća i drugih pravnih lica čiji je osnivač Republika,

kao i na način i postupak upravljanja javnim dugom. Dakle, očigledno je da javna preduzeća ne mogu samostalno emitovati dužničke hartije, bez ovlašćenja nadležnog državnog organa.

U pogledu emisije municipalnih obveznica, Zakon o javnom dugu (čl. 33) predviđa da odluku o zaduživanju lokalne vlasti, donosi nadležni organ lokalne vlasti, po prethodno pribavljenom mišljenju nadležnog ministarstva.

2. Uslovi koji se odnose na poslovanje i kapital emitenta: U pogledu uslova koje bi emitent trebalo da ispuni da bi mu bilo dozvoljeno da emituje dužničke hartije (uopšte ili preko određenog



iznosa) u nekim zemljama se zahteva da je odnosno preduzeće već emitovalo akcije koje se kotiraju na berzi. Uslov za emisiju, naročito komercijalnih zapisa, je još češće određeni nivo osnovnog kapitala ili ograničenje da iznos prikupljen emisijom ne može da pređe određeni iznos neto aktive emitenta. Propisi nekih zemalja zahtevaju da emitent ima određenu minimalnu vrednost aktive i/ili fiksiraju limit prikupljenog iznosa po osnovu emisije u srazmeri prema osnovnom kapitalu. Tako npr. u Francuskoj emitent akcionarsko društvo koje želi da emituje zapise mora imati "slobodni" kapital u visini od najmanje 225.000 evra, investicione kompanije čija je knjigovodstvena vrednost kapitala preko 2,2 miliona evra i dr.; sa izuzetkom finansijskih institucija (uključujući osiguravajuće organizacije i penzione fondove) portugalskim emitentima komercijalnih zapisa nije dozvoljeno da emisijom ovih hartija prikupe više od trostrukog iznosa vrednosti neto aktive.

Međutim, može se predvideti da emitent koji ne zadovoljava uslov u pogledu visine aktive ipak može da emituje komercijalne zapise ukoliko ima adekvatno obezbeđenje. Tako belgijski Zakon iz 1991. godine o certifikatima o depozitu i komercijalnim zapisima predviđa da emitent komercijalnog zapisa (pravno lice, nebankarskog karaktera) mora da zadovoljava određene zahteve u pogledu minimalnog sopstvenog kapitala koji su precizirani Kraljevskim dekretom od 4. maja 1995. godine, ali se predviđa i izuzetak od obaveze u pogledu visine sopstvenog kapitala, a to je garancija data od strane komercijalne banke. Slično je i u američkom pravu: ukoliko se emituju uz instrumente obezbeđelja plaćanja izdate od strane američkih komercijalnih banaka, primenjuju se pravila koja se odnose na "hartije od vrednosti emitovane ili garantovane od strane banke", pa ne podležu zahtevima relevantnih zakona u pogledu emisije hartija. (T. Hazen, 123)

Dalje, neka prava zahtevaju da emitent dužničkih hartija od vrednosti, kako kratkoročnih tako i dugoročnih, posluje najmanje propisani broj godina. Međutim, tendencija je da se zahtev za postojanjem emitenta određeni broj godina ukida. Jedan od uslova za emisiju može biti i rentabilnost

poslovanja emitenta, pa tako u nekim zemljama zakonodavac ili regulatorno telo predviđa kriterijume uspešnosti poslovanja emitenata (npr. Centralna banka Italije svojim aktima propisala je da komercijalne zapise mogu da emituju kompanije koje su zabeležile profit u prethodne tri godine). Nekoliko zemalja kontinentalne Evrope predviđa da se zapisi mogu emitovati ukoliko je najmanje jedan od sledećih zahteva ispunjen: a) vrednost neto aktive emitenta mora prelaziti propisani limit; b) emitent mora imati visok rejting, koji određuju agencije za kreditni rejting koje imaju dozvolu za rad izdatu od strane nadležnog regulatornog organa; c) kao sredstvo obezbeđenja emitent je obezbedio garanciju na prvi poziv.

Kroz postupak registracije kratkoročnih hartija od vrednosti i kontrole izveštaja o poslovanju, kao i neposrednom kontrolom berzanskih posrednika, Komisija za hartije od vrednosti je utvrdila da je domaće tržište komercijalnih zapisa bilo nelikvidno i netransparentno. U Stavu sa 3. Sednice petog saziva održane 24. marta 2003. godine, Komisija za hartije od vrednosti je istakla nedostatke domaćeg tržišta kratkoročnih instrumenata. Na prvom mestu, zapaženo je da su neki emitenti daleko premašili sopstvene potencijale zaduživanja, a vrednost emitovanih zapisa je u nekim slučajevima premašivala vrednost njihovog osnovnog kapitala i to višestruko. Iako je svrha revolving emisije da se otkupom jedne tranše (serije) kreće sa emitovanjem naredne, uočeno je da su se domaći emitenti višestruko zaduživali u roku dospeća jedne hartije. Naime, mnogi emitenti su sredstva za izmirenje dospelih obaveza po hartijama obezbeđivali emitovanjem novih kratkoročnih hartija što je stvorilo začarani krug. Najveći deo poslovanja odvijao se van berze, uz relativno visoke brokerske provizije. Berzanski posrednici često nisu predočavali ulagačima finansijsko stanje emitenta.

U odsustvu zakonskih uslova za emisiju koji se odnose na poslovanje i kapital emitenta, trebalo bi ukazati na Pravilnik o listingu i kotaciji Beogradske berze od 3. oktobra 2007. godine koji, između ostalog, bliže utvrđuje uslove, način i postupak prijema hartija od vrednosti na berzansko tržište. U čl. 17. i 18. Pravilnika

navedene su opšte karakteristike koje mora da poseduje hartija od vrednosti koja se prima na listing A ili listing B. Ovi uslovi se odnose na minimalni kapital izdavaoca, minimalno vreme poslovanja izdavaoca i finansijske izveštaje. Pored ovih opštih kriterijuma koji se primenjuju na sve hartije od vrednosti, za prijem dužničkih hartija od vrednosti na listing postavljaju se i dodatni uslovi. Ovi uslovi tiču se kvaliteta garancije emisije, bilansne racije, profitabilnost, vrednost emisije i sl.

Kada su u pitanju municipalne obveznice, trebalo bi naglasiti da se lokalne vlasti ne mogu zaduživati na dugi rok, osim radi finansiranja ili refinansiranja kapitalnih investicionih rashoda predviđenih budžetom lokalne vlasti. Zakon o javnom dugu u čl. 36. predviđa da iznos neizmirenog dugoročnog zaduženja za kapitalne investicione rashode ne može biti veći od 50% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti u prethodnoj godini, dok iznos glavnice i kamate koji dospeva u svakoj godini na sva neizmirena dugoročna potraživanja za finansiranje kapitalnih investicionih rashoda ne može preći 15% ukupno ostvarenih tekućih prihoda budžeta lokalne vlasti.

Širina kruga ulagača

Zbog karaktera emisije u uporednom pravu se postavljaju zahtevi u pogledu ulagača. Tržište kratkoročnih hartija, kako primarno tako i sekundarno, je skoro ekskluzivna oblast finansijskih institucija koje se javljaju i kao emitenti i kao kupci/prodavci. Kako se pretežno radi o zatvorenim emisijama, ulagači su obično lica koja se profesionalno bave ulaganjima u hartije od vrednosti. Trebalo bi ponoviti da privatne emisije nisu isto što i zatvorene emisije. Međutim, veliki broj emisija komercijalnih zapisa realizuje se kroz privatne plasmane, dok je procenat nešto manji kada su u pitanju korporativne obveznice.

U zavisnosti od vrste delatnosti kojima se ulagač bavi, razlikuju se lični (privatni) i profesionalni ulagači. Ličnim ulagačima smatraju se pojedinci ali i kompanije čija osnovna delatnost nije poslovanje sa hartijama, dok su institucionalni ulagači kompanije čija je stalna i osnovna delatnost ulaganje u hartije od vrednosti. Kontinentalno pravo profesionalne

ulagače izjednačava sa institucionalnim ulagačima. Naše pravo profesionalnog investitora definiše kao lice koje, zbog vrste svoje delatnosti, može da proceni značaj buduće investicije, a uključuje sledeće oblike: banke, osiguravajuća društva, investicioni fondovi, penzion fondovi i brokersko-dilerska društva kao i druge subjekte kojima je to pravo priznato Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

S obzirom da je jedan od izuzetaka od obaveze javne ponude hartija od vrednosti distribucija hartija zatvorenom krugu lica i/ili institucionalnim ulagačima, uporedno pravo poznaje i ograničenja ne samo u pogledu emitenata već i ulagača.

U pogledu kratkoročnih hartija od vrednosti ističe se englesko pravo koje na posredan način isključuje lične ulagače. Prema podzakonskom aktu kojim se preciziraju odredbe Zakona o finansijskim uslugama i tržištima iz 2000. godine (*Regulated Activities Order*), prihod od emisije komercijalnih zapisa će se smatrati prikupljanjem depozita od strane neovlašćenih nedepozitnih institucija i kao takav biti zabranjen, osim ukoliko ga kupuju isključivo profesionalni ulagači (i ukoliko se emituje u minimalnoj denominaciji od 100.000 funti).

Emisija kratkoročnih hartija od vrednosti je i u našoj zemlji podvrgnuta specijalnom režimu. Postupak je jednostavniji, kao i prospekt za emisiju kratkoročnih hartija od vrednosti. Ono što bi možda moglo biti od koristi na domaćem tržištu je ograničenje kruga ulagača u ove hartije, što nije neobično imajući u vidu da je novčano tržište zatvorenog karaktera.

Iako Zakon o javnom dugu u čl. 27. navodi da kupci državnih hartija od vrednosti mogu biti sva domaća pravna i fizička lica (kao i strana pod uslovima koje propisuje Vlada), čl. 37. 2. Zakona o javnom dugu izričito propisuje da se lokalne vlasti mogu zaduživati emitovanjem hartija od vrednosti samo pod uslovom da te hartije od vrednosti kupuju isključivo Republika Srbija i finansijske institucije. Međutim, tržište municipalnih obveznica blisko je neprofesionalnim ulagačima i suštinski mnogo bliže nego tržište ostalih državnih hartija od vrednosti. Jedan od velikih problema distribucije municipalnih obveznica leži u činjenici da Zakon o javnom dugu ne

dozvoljava individualnim investitorima da ulažu u hartije koje emituje lokalna samouprava. To znači da pojedinačni investitori, pa i oni koji se mogu svrstati u red profesionalnih ulagača prema imovinskim prilikama, mogu da kupe ove hartije samo preko investicionih fondova. Trebalo bi izmeniti ovu odredbu Zakona o javnom dugu i omogućiti i individualnim investitorima ulaganje u municipalne opštine, naročito kako bi se omogućilo da građani sami podrže realizaciju kapitalnih investicionih projekata u opštini ili gradu.

Jasnije određenje karakteristika emitovanih dužničkih hartija od vrednosti

Naši pozitivni propisi ne regulišu detaljnije složene obveznice, koje svojim vlasnicima osim prava na isplatu kamate i nominalnog iznosa daju i druga prava. Postoji više vrsta ovih složenih vrednosnica koja se razlikuju prema dodatnim pravima njihovih imalaca, a koje bi se mogle svrstati u tri osnovne grupe: participativne obveznice, konvertibilne obveznice i obveznice sa varantima. Participativne obveznice su one koje svojim vlasnicima, osim prava na povraćaj glavnice i kamatu, daju i dodatni prihod u vidu učešća u profitu izdavaoca. Konvertibilne obveznice svojim vlasnicima daju mogućnost zamene za akcije istog emitenta, ili emitentovog matičnog ili zavisnog preduzeća, dok obveznice sa varantima za kupovinu akcija ili obveznica daju vlasnicima opciju (pravna moć) da po unapred utvrđenoj ceni, do unapred utvrđenog ukupnog iznosa, kupi akcije ili obveznice emitenta ili njegovog matičnog ili zavisnog preduzeća. Kod ovih složenih obveznica neophodno je pravno regulisati koja prava najmanje sadrži određeni tip obveznice, na prvom mestu kako bi se zaštitili investitori i sprečila mogućnost prevarnih pokušaja izdavanja obveznica koje nose manje prava nego što bi se moglo očekivati. Međutim, naše finansijsko tržište je nerazvijeno, pa se čini da ovaj pravni problem ipak nije jedan od osnovnih prioriteta.

Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja uređuje postupak sekjuritizacije, karakter potraživanja koja mogu biti predmet sekjuritizacije, osnivanje i poslovanje društava za upravljanje fondovima sekjuritizacije i nadzor nad postupkom sekjuritizacije i radom ovih

društava. U pogledu emisije dužničkih hartija od vrednosti obezbeđenih imovinom, Nacrt upućuje na Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koji samo navodi osnovne dužničke hartije od vrednosti i ne sadrži odredbe o specifičnim svojstvima ne samo generičkog pojma "dužničke hartije od vrednosti obezbeđene imovinom". Ne bi se moglo reći da Nacrt zakona o sekjuritizaciji favorizuje anglosaksonski model privatizacije (kao što se to često naglašava u bankarskim krugovima), jer se u njegovom tekstu naziru i neka uporedna rešenja prihvaćena u zemljama kontinentalnog pravnog sistema, naročito u pravu Francuske, Belgije i Luksemburga. Time ovaj Nacrt zaslužuje da bude nazvan autorskim delom.

Ovako moderan Nacrt otvara mogućnost emisije širokog kruga obezbeđenih dužničkih hartija od vrednosti, ali njegove odredbe ne bi imale očekivani domašaj ukoliko zakonodavac postojeći Zakon o hartijama od vrednosti ne stavi pod lupu. Kako sekjuritizacija obično podrazumeva emisiju više tranši hartija od vrednosti koje imaoćima daju različita prava (u zavisnosti od rizičnosti portfolija), otvoreno je pitanje da li naše pozitivno pravo dozvoljava emisiju različitih tranši hartija od vrednosti koje imaoćima daju nejednaka prava, odnosno da li omogućava struktuiranje tranši u postupku emisije hartija od vrednosti. Takođe, s obzirom da Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata funkcionalno ne reguliše hartije od vrednosti, nije jasno da li bi Komisija za hartije od vrednosti bila ovlašćena da da saglasnost za emisiju nekih, za naše tržište neobičnih finansijskih instrumenata, kao što su npr. *pass-through* sertifikati.

Za razliku od mnogih zemalja centralne i istočne Evrope koje su donele posebne zakone o obveznicama obezbeđenim hipotekom (*mortgage covered bonds*), naše pravo ne predviđa ovakav oblik hartije. Odnosno, naše pravo ga ne zabranjuje, ali nema dovoljno elemenata na osnovu kojih bi nastalo efikasno tržište ovakvih hartija. Stoga bi, paralelno sa donošenjem zakona koji uređuje materiju sekjuritizacije potraživanja, trebalo razmisliti i o posebnom regulisanju obveznica obezbeđenih hipotekom, s obzirom da se čini da su naše banke najviše zainteresovane za sekjuritizaciju hipotekarnih

kredita. Dok bi zakon o sekjuritizaciji potraživanja uređivao opšti okvir za prodaju potraživanja i institucionalni aspekt stvaranja fonda sekjuritizacije i društva za upravljanje, kao i ostavljao mogućnost za tzv. "američki stil" sekjuritizacije, zakon o obveznicama obezbeđenim hipotekom otvarao bi alternativnu mogućnost našim banakama.

Zakon o obveznicama obezbeđenim hipotekom bi naročito trebalo da definiše sledeće: koja potraživanja mogu biti prodana, kvalitet sredstava obezbeđenja, krug ovlašćenih emitenata, minimalni standardi za ulaganje ovlašćenih ulagača, a nadasve prava i obaveze po osnovu hartije odnosno mehanizme zaštite imalaca obveznica.

Zakonodavstva obično ne određuju minimalni broj dužničkih hartija od vrednosti koji je potrebno da se ponudi na prodaju da bi se smatralo da se emituju u seriji. Valuta u kojoj se izražava nominalni iznos vrednosnice je bitan uslov u svakoj zemlji. Većina nacionalnih prava zemalja članica EU predviđa mogućnost emisije dužničkih instrumenata u stranoj valuti, kao i

emisije sa multivalutnom opcijom. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata predvideo je da hartije mogu biti izražene i u stranoj valuti, ali uz saglasnost NBS, a obaveze iz ovih hartija izdavalac je dužan da izvrši u valuti u kojoj su izražene.

Što se tiče minimalne vrednosti, emisija akcija ne bi trebalo da bude diskontna zbog potrebe očuvanja celovitosti kapitala, dok emisija obligacionih hartija može biti diskontna. Kada je reč o novčanom tržištu koje je rezervisano za likvidne instrumente u velikim iznosima, zakonodavstvo ili praksa razvijenih zemalja poznaju ograničenja koja se najčešće javljaju kao donji prag nominalne vrednosti. Tako na primer u SAD zakonom nije utvrđen minimum, ali je stav američke Komisije za hartije od vrednosti da minimalna denominacija iznosi 100.000 američkih dolara. Slično, praksa u Nemačkoj je da se komercijalni zapisi izdaju u velikim denominacijama od 500.000 evra. U zemljama u kojima postoji *lex specialis* u materiji kratkoročnih monetarnih hartija od vrednosti, često se određuje i minimalna nominalna

vrednost komercijalnih zapisa. Npr. Belgiji je utvrđena minimalna nominalna vrednost u visini 250.000 evra (uz izvesne izuzetke), u Francuskoj ona iznosi 150.000 evra za sve kratkoročne hartije od vrednosti, u Holandiji 454.000 evra, Irskoj 125.000 evra, Italiji 52.000 evra.

Pre emisije korporativnih obveznica, a naročito komercijalnih zapisa, često se određuje najveći obim emisije, a gornji prag se obično određuje prema veličini emitentovog sopstvenog kapitala. S obzirom da se obično radi o kontinuiranim emisijama, u programu/okvirnom ugovoru o emisiji je naveden maksimalni



iznos zaduženja, No, trebalo bi imati u vidu da se obično radi o "obnavljajućem" iznosu, što znači da je bitno da se u momentu kada se emituju nove hartije ne prekorači maksimalni mogući iznos duga. Odmah po izmirenju obaveze iz prethodne serije emitent može da emituje nove hartije do ugovorenog plafona. (D. Adams, s. 226)

Emitent dužničkih hartija od vrednosti, kao svaki dužnik, može izmiriti svoju obavezu pre roka. Kao i svaki zajmoprimac, emitent ima pravo da kupcima obligacionih hartija isplati dugovanu sumu pre roka dospelosti, a programom emisije predviđeno je da nakon otkupa emitent može da ih ponovo re-emituje do krajnjeg roka predviđenog programom. Ovo pravo emitenta definisano je u većem broju zemalja, a u nekim zemljama zakonom je predviđeno kada emitent može da reemituje obveznice otkupljene na sekundarnom tržištu. Čini se da naše pravo posebno ne reguliše ovu materiju, već se može pretpostaviti da se primenjuju opšta pravila Zakona o obligacionim odnosima o prevremenom vraćanju kredita. U nekim zemljama emitent mora da predvidi i fond za otkup koji daje mogućnost vlasnicima obveznica da pre njihove dospelosti povrate uložena sredstva, obično delimično.

Komercijalni zapisi pružaju privrednim subjektima povoljnije kratkoročno finansiranje u odnosu na bankarske kredite kao i privremeno finansiranje do nastupanja povoljnijeg trenutka za prodaju dugoročnih hartija. Praksa je, a i standard postavljen nekim zakonima u zemljama romanskog pravnog sistema, da se prihodima od prodaje zapisa mogu finansirati tekuće potrebe i potrebe likvidnosti. Na primer, plaćanje dobavljača do momenta kada se steknu prihodi od prodaje, plaćanje radnika u sezonskim delatnostima i sl. Moguće je, ali retko, da se prihodi ostvareni emisijom komercijalnih zapisa koriste i za finansiranje preuzimanja kompanija. (S. Johnson, s. 125)

Dozvola za emisiju kratkoročnih hartija u nekim zemljama zavisi i od predviđenog načina korišćenja sredstava prikupljenih emisijom zapisa. Tako se u SAD, da bi komercijalni zapisi bili oslobođeni formalnih zahteva registracije pred Komisijom, zahteva se da se prihod po osnovu njihove prodaje koristi za finansiranje tekućih transakcija. Ukoliko se prihodi ne

koriste za finansiranje tekućih transakcija, već na primer nabavke fiksnih sredstava, komercijalni zapisi neće biti izuzeti od obaveze registracije. Američka Komisija za hartije od vrednosti razvila je specifičan test upoređivanja iznosa duga po osnovu emitovanja zapisa i vrednosti određenih osnovnih sredstava u bilansu stanja. Američki sudovi razvili su "test ekonomske stvarnosti" analizirajući u svakom konkretnom slučaju da li poslovanje kratkoročnim hartijama predstavlja investicioni ugovor ili komercijalni posao (koji ne potpada pod okrilje Zakona iz 1933. godine). Razlika između komercijalnih i investicionih obligacionih hartija razjašnjena je u precedentu *Reves v. Ernst & Young* iz 1990. godine, kada je istaknuto da postoje četiri grupe "nota" na koje se primenjuje zakon iz 1933. godine: note emitovane radi prikupljanja sredstava koje se koriste radi finansiranja potrošača, note obezbeđene založnim pravom na nepokretnosti, kratkoročne note malih preduzeća koje su obezbeđene imovinom ovih preduzeća i note koje imaju karakter bankarskih kredita. (T. Hazen, s. 123)

Imajući u vidu napred navedeno, a naročito američku praksu, jedna od preporuka je i to da se na domaćem tržištu pojača kontrola korišćenja sredstava prikupljenih emisijom komercijalnih zapisa. Na ovaj način bi se sprečila mogućnost da kontinuirana emisija komercijalnih zapisa bude maska za srednjoročno kreditiranje. To sa druge strane otvara pitanje nadležnosti Komisije za hartije od vrednosti: da li će ona samo proveravati ispunjenje zakonskih uslova, ili ulaziti u finansijsku analizu. Jedna od opcija je da se teret provere testa tekućih transakcija prebaci na finansijske posrednike u organizovanju emisije hartija, ali to podrazumeva i razvijeno regulisanje profesionalne odgovornosti finansijskih posrednika.

Informisanje i zaštita ulagača

Osnovni cilj regulisanja emisije hartija od vrednosti je zaštita investitora - u postupku emisije od suštinskog značaja je omogućavanje uvida u tačne i potpune informacije od značaja za investiranje, a taj zahtev prati hartije tokom celog njihovog veka. Korporativne obveznice, a naročito komercijalni zapisi, se u kontinentalnoj Evropi posmatraju kao kreditni odnos i

zato se naglašava potreba da zajmodavac bude pravovremeno informisan o bitnim činjenicama o zajmopromcu. (C. Claussen, R. Erne, s. 449) Dok javne emisije akcija i obveznica prati prospekt, kao pisana isprava koja sadrži relevantne podatke o emisiji, emisiju komercijalnih zapisa prati tzv. memorandum o ponudi, info-memorandum, koji bi eventualno mogao da se nazove skraćeni prospekt (nazivi koji se sreću: *Information Memorandum*, *Offering Circular*, *Disclosure Document*, *Dossier de présentation financière*, *Foglio Informativo Analitico*). U ugovorima o organizovanju distribucije hartija od vrednosti predviđa se obaveza izdavaoca da dopuni memorandum o ponudi svaki put kada dođe do promene uslova emisije. Kada dođe do neke promene u uslovima ili usled mnoštva emisija skraćeni prospekt i njegove dopune se konsoliduju u integralni tekst.

Sadržina skraćenog prospekta zavisi od toga da li prospekt ima funkciju javne ponude ili ne, a detaljno je precizirana u onim zemljama u kojima postoji *lex specialis* za kratkoročne hartije od vrednosti. U skraćenom postupku se iznose podaci o emitentu, samom programu, vrsti i uslovima emisije svake nove tranše, a sastavni deo prospekta su i skraćeni finansijski izveštaji. Prilikom emisije svake nove tranše, ukoliko je došlo do promena, izdaje se i dodatno obaveštenje o ceni (*pricing supplement*) koje sadrži podatke o nominalnom iznosu, maksimalnom iznosu emisije, rejtingu, roku, kamati, valuti, modalitetima otkupa i pravima imaoca nota, kao i podatke o agentima i dilerima.

Novim Pravilnikom o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi distribucije hartija od vrednosti pojačana je transparentnost na finansijskom tržištu Srbije, na prvom mestu napredak u pogledu objavljivanja informacija o stanju ukupne zaduženosti emitenta. Kao što je to predvideo i prethodni Pravilnik, novi Pravilnik pojednostavljuje sadržinu prospekta, što se pre svega odnosi na navođenje podataka koje prospekt i skraćeni prospekt moraju da sadrže, kao i dokumentacije koja se dostavlja uz zahtev za davanje odobrenja prospekta za distribuciju kratkoročnih hartija od vrednosti. Ukoliko su ispunjeni svi zakonom i pravilnikom

propisani uslovi i dostavljena sva zahtevana dokumentacija, Komisija vrši upis emisije u Registar kratkoročnih hartija od vrednosti.

Prospekt, obrasci za registraciju i finansijski izveštaji na našem finansijskom tržištu su standardizovani, kao i dokumentacija koja se podnosi Beogradskoj berzi radi listinga. No, bilo bi od koristi kada bi profesionalna udruženja (banaka, brokera) preporučila standardizovane ugovore o organizovanju distribucije i slične prateće ugovore.

Trebalo bi, takođe, istaći da je zakonskim i podzakonskim propisima određeno da se prospekt dostavlja u slučaju javne ponude hartija od vrednosti, a odobrenje prospekta za distribuciju hartija od vrednosti nije potrebno kada se ponuda i distribucija celokupne emisije hartija od vrednosti javnog društva vrše bez javnog oglašavanja, ili unapred poznatim profesionalnim investitorima, čiji broj ne može biti veći od 50. Na ovom mestu bi trebalo istaći da se u većini zemalja u kojima se posebnim zakonima ili podzakonskim aktima nadležnog regulatornog organa preciznije određuje sadržina skraćenog prospekta za komercijalne zapise, pored obaveze dostavljanja prospekta zainteresovanim ulagačima u javnim emisijama, predviđa i obaveza dostavljanja prospekta zainteresovanim ulagačima u privatnim emisijama.

Tokom devedesetih godina na domaćem tržištu se trgovalo komercijalnim zapisima i na osnovu potpisane izjave ulagača da je pregledao podatke od značaja za donošenje odluke o kupovini zapisa (sadržane u izveštaju Centra za bonitet, kao i finansijske podatke). S obzirom da je Komisija za hartije od vrednosti bila suočena sa brojnim problemima, da se praksa brokerskih kuća ne bi ponovila, korisno bi bilo da se predvidi obaveza sačinjavanja skraćenog prospekta i dostavljanja istog zainteresovanim ulagačima i u slučajevima privatnih emisija.

Prema čl. 3. Pravilnika o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti, zahtev za davanje odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti se podnosi i u pogledu prospekta na osnovu kog se putem javne ponude vrši izdavanje i hartija od vrednosti čiji je izdavalac jedinica lokalne samouprave, kao i pravna lica korisnici budžetskih sredstava.

Tražnja za municipalnim obveznicama zavisi od kvaliteta i boniteta emitenta i rizika investiranja, kao i prihoda, pokrića i karakteristika samog projekta.

Dakle, paralelno sa opštim režimom emisije dužničkih hartija od vrednosti, naročito je bitno urediti objavljivanje informacija koje su od važnosti prilikom donošenja odluke o investiranju u municipalne obveznice. Pored opštih podataka koji važe za emitente obveznica, to su i podaci o strukturi i ukupnim dugovima emitenta, njegovoj sposobnosti za plaćanje i mogućnosti da održi čvrstu budžetsku politiku, izvorima i visini lokalnih prihoda i državnih prihoda koji su na raspolaganju emitentu.

Institucionalni mehanizmi zaštite investitora

Informisanje ulagača u periodu pre emisije, kao i između emisije i dospeća, je deo šireg sistema zaštite investitora. Zaštita prava vlasnika obveznica moguća je kao individualna i kolektivna. Individualna zaštita je ona koju vrše samostalno vlasnici obveznica, a zbog nejednakog znanja i disperzije vlasnika u uporednom pravu razvili su se sistemi kolektivne zaštite prava kojima se pruža zaštita svim vlasnicima iste emisije i klase, za koje se pretpostavlja da imaju zajednički interes. Kolektivni sistem često karakteriše i nemogućnost individualne sudske zaštite (*no-action clause*).

U uporednom pravu postoje dva osnovna sistema kolektivne zaštite: anglosaksonski i kontinentalni. Za anglosaksonski karakterističan je sistem koji se zasniva na ustanovi trasta (*trust*) u kome osnovna uloga pripada povereniku vlasnika obveznica, dok u kontinentalnom pravu preovlađuje sistem koji se zasniva na organizaciji samih vlasnika obveznica (npr. u francuskom pravu - "skup" vlasnika). Trast se ustanovljava ugovorom o trastu koja se može uporediti sa fiducijarnim pravnim poslom kontinentalnog prava i sastoji se u prenosu određenog prava na poverenika, koji ovim pravom upravlja u korist vlasnika (potraživanje investitora prema povereniku ima stvarnopravni, a ne obligacioni karakter), čije troškove rada po pravilu snosi emitent. Za razliku od engleskog prava, u SAD je imenovanje poverenika prilikom emisije u najvećem broju slučajeva obavezno, a u nekim

zemljama imenovanje poverenika zahtevaju pravila berzi kao uslov za kotaciju (npr. London, Singapur). Poverenik može biti specijalizovana institucija, a često se radi o zavisnom subjektu u sastavu neke bankarske grupacije. Poverenik ima značajna diskreciona ovlašćenja, pa su naročito značajna pravila o konfliktu interesa (u SAD npr. *US Trust Indenture Act*, 1939). U slučajevima u kojima zakoni ili ugovori o trastu predviđaju obavezno održavanje sastanaka vlasnika obveznica, zbog velikih mogućnosti preglasavanja manjine u razvijenim zemljama nije strana sudska zaštita u slučajevima nepravednih ili diskriminatornih odluka, pribavljanja glasova tajnim pogodnostima ili prekoračenja ovlašćenja.

U kontinentalnom pravnom sistemu skup imalaca obveznica, koji u mnogim zemljama ima obavezni zakonski karakter, čine svi vlasnici obveznica iste klase. Skup vlasnika u tim zemljama, npr. Francuskoj, ima svojstvo pravnog lica, ali nema imovinu. Iz skupa vlasnika imenuju se predstavnici, koji u nekim zemljama mogu biti isključivo državljani i/ili lica koja imaju prebivalište u odnosnoj zemlji. Predstavnici preduzimaju mere za zaštitu zajedničkih interesa. Oba sistema kolektivne zaštite se zasnivaju na istom principu: grupa vlasnika i jedan ili nekoliko subjekata koji zastupaju njihove interese, a osnovna razlika je u tome što je odnos grupe i pojedinaca različit. Naš pravni sistem ne uređuje kolektivno vršenje zaštite prava vlasnika obveznica. U uslovima nerazvijene prakse poslovanja ovim hartijama takve mogućnosti, čini se, i nisu potrebne. No, razvojem finansijskih tržišta prednosti i mane kolektivnog sistema zaštite mogu biti stavljene na dnevni red.

Međutim, trebalo bi istaći da Nacrt zakona o sekuritizaciji potraživanja predviđa formiranje skupštine akcionara i mogućnost imenovanja zastupnika investitora (čl. 19. i 20. Nacrta). Hartijama od vrednosti obezbeđenim imovinom može se utvrditi pravo glasa za sve ili pojedine investitore, a investitori koji poseduju hartije od vrednosti koje im pružaju najmanje 51% glasačkih prava mogu obrazovati skupštinu investitora. Predviđeno je da ova skupština odlučuje o izboru zastupnika investitora, izboru serviseru, pokretanju postupka likvidacije fonda i dr. Zastupnik investitora može biti samo

profesionalni investitor u smislu zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti. Čini se da je ovo poseban režim zaštite investitora, koji bi važio samo u pogledu dužničkih hartija od vrednosti obezbeđenih imovinom.

Veće ingerencije Komisije za hartije od vrednosti

U pogledu ovlašćenja nadzorne vlasti u postupku emisije i distribucije dužničkih korporativnih hartija od vrednosti, u većini razvijenih zemalja nadzorni organ vrši kontrolu zakonitosti proveravajući ispunjenost uslova za emisiju. U nekim zemljama se ne zahteva saglasnost nadzornog organa za dozvolu distribucije skraćenog prospekta, ili se isti obaveštava tek pošto emisija prelazi određeni iznos. Ali, u većini zemalja u kojima je predviđeno obavezno postojanje skraćenog prospekta, obično se predviđa i registracija istog kod nadzornog organa, koji obično i definiše sadržaj prospekta i aktivno prati serijske emisije.

Dok nadzor nad emisijom i trgovanjem dugoročnim korporativnim hartijama vrše nadzorni organi za finansijsko tržište, emisiju kratkoročnih hartija u velikom broju zemalja uređuje i nadzire centralna banka (npr. Francuska, SAD, Italija, Velika Britanija, Irska i dr). Trebalo bi, takođe, istaći da je predlogom evropske Konvencije o kratkoročnim hartijama od vrednosti predviđena ključna uloga upravo Evropske centralne banke. Kao osnovni argument isticana je činjenica da su za uspeh francuskog i američkog tržišta monetarnih hartija najzaslužnije upravo Centralna banka Francuske, odnosno Odbor federalnih rezervi.

Kada su u pitanju kratkoročne hartije, Komisija za hartije od vrednosti se obavezala da će redovno objavljivati podatke o svim nastalim spornim transakcijama, tj. o emitentima koji o roku dospeća ne izmire obaveze iz emitovanih hartija i berzanskim posrednicima koji su posredovali u tim transakcijama. Istovremeno, Komisija je omogućila oštećenim investitorima da eventualne pritužbe na rad berzanskih posrednika prijave Komisiji. Komisija je

najavila da će sa posebnom pažnjom pratiti trgovinu hartijama koje nisu upisane u Registar Komisije, odnosno posredovanje u trgovini bez potpisane izjave investitora, kojom potvrđuje da je sagledao i podatke o emitentu sadržane u izveštaju Centra za bonitet. Takođe, preporučila je Centralnom registru da u saradnji sa Centrom za bonitet NBS javno na svom sajtu učini dostupnim podatke o emisijama kratkoročnih hartija od vrednosti svih emitenata, njihovom pravnom i ekonomskom položaju, kao i pokazateljima o mogućnosti zaduživanja, odnosno o stepenu likvidnosti i finansijske stabilnosti. Imajući u vidu činjenicu da tržište komercijalnih zapisa čini vrlo bitan segment tržišta novca, a poslednje je od velikog značaja za finansijsku stabilnost monetarnog sistema, trebalo bi predvideti i značajnije učešće Narodne banke Srbije u kontroli novčanih tokova.

Paralelno, Komisiji za hartije od vrednosti bi morala biti data neka ovlašćenja koja prevazilaze njene sadašnje okvire. Status i ovlašćenja Komisije za hartije od vrednosti, limitativno su nabrojana Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao i nekim drugim propisima (kojima se uređuje osnivanje i poslovanje investicionih fondova, preuzimanje akcionarskih društava), što nije u skladu sa savremenim tendencijama regulacije finansijskog tržišta. Mnoge oblasti finansijske regulacije nedovoljno su regulisane, među kojima se naročito ističu oblici zloupotreba na tržištu. Komisija za hartije od vrednosti nema bitna procesna ovlašćenja u pogledu kontrole zakonitosti poslovanja, na prvom mestu zbog toga što pozitivno pravo detaljno ne predviđa elemente tržišne discipline i neke od mehanizama zaštite ulagača. Stoga se kao jedan od najbitnijih preduslova efikasnog tržišta dužničkih hartija od vrednosti postavlja i reforma pravnog okvira, odnosno donošenje novog Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kojim bi se osavremenilo domaće pravo i približilo evropskim standardima.² Dakle, neophodno je da se novim zakonom predvide detaljni standardi zaštite ulagača i razmotre materijalna

² To se naročito odnosi na tzv. MIFID Direktivu 2004/39/EC o tržištima finansijskih instrumenata (Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments, OJ L 145, 30.4.2004).

i procesna ovlašćenja Komisije za hartije od vrednosti, uključujući i mere koje Komisija može da izriče u vršenju nazdora.

Zaključak

Serijske dužničke hartije od vrednosti koje emituju privredna društva predviđene su postojećim domaćim zakonodavstvom, ali je trgovanje ovim hartijama gotovo nepostojeće. Iako postojeći propisi nisu prepreka emitovanju jednostavnih dužničkih korporativnih hartija od vrednosti, zakonodavac ili regulatorni organ bi mogao da predvidi detaljnije uslove za emisiju korporativnih dužničkih hartija i promovise poslovanje dužničkim instrumentima. Sa druge strane, u domaćem bankocentričnom finansijskom sistemu trebalo bi motivisati banke da se aktivnije uključe u proces emisije i distribucije dužničkih hartija od vrednosti koje mogu biti alternativni izvor prihoda banaka, umesto sve prisutnijih kredita.

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata omogućava Komisiji za hartije od vrednosti da odredi preciznije uslove koje emitenti moraju da ispune da bi emitovali dužničke hartije od vrednosti. Iako pravila Beogradske berze sadrže detaljne uslove za listing dužničkih hartija od vrednosti, korisno bi bilo kada bi KHV precizirala koji subjekti mogu emitovati dužničke HoV i postavila detaljne zahteve u pogledu uspešnosti poslovanja emitenta, visine osnovnog kapitala, rejtinga, obezbeđenja emisije i druge kvalitativne i kvantitativne zahteve. Otvoreno je pitanje ingerencije Komisije za hartije od vrednosti u postupku odobrenja dužničkih hartija od vrednosti obezbeđenih imovinom, koje nisu detaljnije regulisane u domaćem pravu.

Predviđeno uvođenje postupka sekjuritizacije potraživanja trebalo bi da podstakne poslovanje dužničkim hartijama od vrednosti. Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja (od 17. januara 2008. godine) uređuje postupak sekjuritizacije, karakter potraživanja koja mogu biti predmet sekjuritizacije, osnivanje i poslovanje društava za upravljanje fondovima sekjuritizacije i nadzor nad postupkom sekjuritizacije i radom ovih društava. Iako Nacrt zakona o sekjuritizaciji utvrđuje potraživanja koja mogu biti predmet prenosa i sadrži bitne odredbe o sporednim pravima koje predstavljaju *lex specialis* u odnosu na Zakon o hipoteci, Zakon o oblikacionim odnosima i Zakon o stečaju, ovaj zakon suštinski reguliše fond sekjuritizacije kao i osnivanje i poslovanje društva za upravljanje, te je po svojoj prirodi najviše zakon koji reguliše statiku privrednog prava, a ne tržište finansijskih instrumenata.

Tržište dužničkih hartija od vrednosti u našoj zemlji je i dalje nerazvijeno. Potrebno je vreme, da naše finansijsko tržište istinski zaživi i pred pravo postavi zahteve za boljim zakonskim rešenjima. Ukoliko se želi stimulisati tržište dužničkih hartija od vrednosti, moraju se prvo razmotriti pravni problemi koji prate emisiju municipalnih hartija od vrednosti, motivisati banke da razvijaju poslove investicionog bankarstva, među kojima i poslove vezane za emisiju i distribuciju municipalnih i korporativnih hartija od vrednosti. Isto tako, potrebno je da se naša finansijska praksa obogati novim mehanizmima refinansiranja i prodaje potraživanja, kao i da se stvori odgovarajući pravni okvir za emisiju hartija od vrednosti obezbeđenih imovinom, na prvom mestu hipotekarnih hartija od vrednosti.

Izdvojena literatura:

1. Adams D.: *Corporate Finance: Banking and Capital Markets*, Jordans, 2003;
2. Allen & Overy LLP, *Euro Medium Term Note and other Debt Instrument Programmes*, London, May 1993;
3. Auckenthaler F.: *Droit des marchés de capitaux*, L. G. D. J., 2004;
4. Barjaktarović-Rakočević S.: "Uloga banaka na tržištu municipalnih obveznica - primer Srbije", *Pravni život*, br. 12/2007;
5. Bodie Z., Kane A., Marcus M., Alan J.: *Investments*, 6th Edition, McGraw Hill, Irwin, 2004;
6. Claussen C., Erne R.: *Bank und Börsenrecht für Studium und Praxis*, Verlag C. H. Beck, 2003;
7. Hazen T.: *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 5th Edition, Volume I, Thomson West, 2005;
8. Johnson S.: *Bond Evaluation, Selection and Management*, Blackwell Publishing, 2004;
9. Jovanović N.: *Emisija vrednosnih papira - pravna razmatranja*, Grmeč, Beograd, 200;
10. Jovanović N.: "Sistem odobravanja emisija u SAD", *Pravo i privreda* 5-8/1998;
11. Kahn M.: *Financial Institutions and Markets*, Oxford University Press, 2004;
12. Kümpel S.: *Bank-und-Kapitalmarktrecht*, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, Köln, 2004;
13. Merrill S. i dr.: "An Assessment of the Mortgage Market in Serbia", Washington, The Urban Institute, 2004;
14. Oliver W. E.: "Opportunities and Challenges Facing Municipal Governments in the Global Capital Markets", World Bank Paper, 2004;
15. Rose P. S., Marquis M. H.: *Money and Capital Markets*, McGraw Hill-Irwin, Boston, 2006;
16. Štimac M., Badža J.: "Berze i berzansko poslovanje", *Bilten G17 Instituta*, oktobar-novembar 2003;
17. Tennekoon R.: *The Law and Regulation of International Finance*, London, 1991.
18. Vasiljević B.: *Osnovi finansijskog tržišta*, Beograd, 1997;
19. Vasiljević M.: *Kompanijsko pravo (Pravo privrednih društava Srbije i EU)*, Pravni fakultet, Beograd, 2005;
20. Wood R.: *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, Sweet & Maxwell, 1995;

Rezime

Serijske dužničke hartije od vrednosti koje emituju privredna društva predviđene su postojećim domaćim zakonodavstvom, ali je trgovanje ovim hartijama gotovo nepostojeće. Iako postojeći propisi nisu prepreka emitovanju jednostavnih dužničkih korporativnih hartija od vrednosti, zakonodavac ili regulatorni organ bi trebalo da predvidi detaljnije uslove za emisiju korporativnih dužničkih hartija. Sa druge strane, u domaćem bankocentričnom finansijskom sistemu trebalo bi motivisati banke da se aktivnije uključe u proces emisije i distribucije dužničkih hartija od vrednosti, koje mogu biti alternativni izvor prihoda banaka, umesto poslova kreditiranja.

Prikupljanje kapitala emisijom hartija od vrednosti je u modernim tržišnim privredama pod kontrolom države, a podvrgnuto je i pravilima organizovanih tržišta. Jedna od mera kontrole emisije, naročito u pogledu dužničkih kratkoročnih hartija, je propisivanje uslova za obavljanje emisije, čime se autor bavi u ovom delu rada. Uslovi u pogledu emitenta naročito obuhvataju one koje se odnose na subjektivitet emitenta, donošenje odluke o emisiji, kao i one koji se odnose na njegovo poslovanje i finansijsko stanje. Emisija pojedinih dužničkih hartija od vrednosti, pre svega kratkoročnih, ponekad je i predmet ograničenja u pogledu širine kruga ulagača. Jedna od pretpostavki efikasnog tržišta dužničkih hartija od vrednosti odnosi se na same karakteristike ovih hartija. S tim u vezi autor ukazuje na potencijalne probleme koji mogu nastati u praksi sekjuritizacije potraživanja, a u vezi sa određenjem dužničkih hartija od vrednosti u našem pravu. Isto tako, ističe se potreba za preciznijim regulisanjem nekih specifičnih finansijskih instrumenata poput obveznica obezbeđenih hipotekom i municipalnih obveznica.

Jedan od dva osnovna cilja regulisanja finansijskog tržišta je zaštita investitora. U postupku emisije od suštinskog značaja je informisanje ulagača. Naročito je bitno osnažiti informisanost ulagača u pogledu hartija od vrednosti koje su izuzete iz režima odobrenja prospekta, odnosno onih čija emisija nije u potpunoj kontroli Komisije za hartije od vrednosti. Zaštita investitora ostvaruje se i institucionalnim mehanizmima, među kojima bi trebalo istaći regulisanje zastupanja investitora. Efikasno tržište dužničkih hartija od vrednosti ne podrazumeva samo jačanje materijalnopravne komponente finansijske regulacije, već i jačanje institucionalnog kapaciteta Komisije za hartije od vrednosti, njenih nadležnosti, ovlašćenja u postupku i mere koje može da izriče u nadzoru.

Ključne reči: dužničke hartije od vrednosti, korporativne obveznice, municipalne obveznice, komercijalni zapisi, emisija, distribucija, finansijsko tržište, finansijski instrumenti

Abstract

The existing legal framework has foreseen serial corporate debt securities, however, their trading is fairly non-existing. Although the existing laws do not constitute an obstacle to the issuing of simple corporate debt securities, the legislator or the regulatory body should stipulate the more detailed conditions for the issue of corporate debt securities. On the other side, in domestic bank-oriented financial system, banks should be motivated to take more active part in the process of issuing and distribution of debt securities. This could be seen as an alternative source of financing, instead of credit business.

In the modern market economy the acquisition of capital by issuing securities is under state control, and also subject to the rules of the organized markets. One of the measures for the control of the issuing process, especially in relation to short-term securities, is regulation of the conditions for issuing, which are in authors focus in this part of the article. The conditions for issuer particularly encompass those related to the issuer's subjectivity, decision on the issue, as well as those related to his business and financial standing. The issue of selected debt securities, notably short-term, sometimes is subject to limitation on the scope of eligible investors. One of the preconditions for an effective debt securities market relates to essential characteristics of these instruments. The author, therefore, points at potential problems which may arise in relation to securitisation of receivables, which are stemming from the existing definition of debt securities in our legislation. Also, there is a need for a more comprehensive regulation of several specific financial instruments such as mortgage covered bonds and municipal bonds.

Investor protection is one of two main goals of the financial market regulation. In the process of issuing of securities, providing information to investors is of the ultimate importance. Particularly, it is important to strengthen the information of investors in relation to securities which are excluded from the prospectuses regime, those which issuance is not fully controlled by the Securities and Exchange Commission. Investor protection is executed as well by institutional mechanisms, among which the regulation of investor representation should be stressed out. An effective debt securities market does not imply only the development of the material law component of financial regulation, but also strengthening of the institutional capacity of the Securities Commission, its competences, procedural powers and measures which it may invoke in exercising supervision.

Keywords: debt securities, corporate bonds, municipal bonds, commercial papers, issue of securities, distribution of securities, financial market, financial instruments