

Никола Б. Крстић, студент докторских студија
Универзитет у Новом Саду
Правни факултет у Новом Саду
advnikolakrstic@gmail.com

МЕХАНИЗАМ ОБЕЗБЕЂЕЊА ОБВЕЗНИЦА С ОСВРТОМ НА СТАЊЕ У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Сажетак: Како би се побољшали изгледи за успех емисије обвезница, те да би се остварила нижа каматна стопа при емисији, прибегава се усјановљавању обезбеђења. Обезбеђење може бити персонално или реално. Као видови персоналног обезбеђења се јављају јемство, банкарска и државна гаранција, као и осигурање и израживања, а као реално обезбеђење хипотека и залога. Рад се бави практичним проблемима специфичним за усјановљавање сваког од преходно поменутих видова обезбеђења емисије обвезница, предусловима који се морају испуњити да би се поједини видови обезбеђења усјановили, те ишањем да ли је у нашем правном систему могуће усјановити обезбеђење обвезница.

Кључне речи: Обвезнице, персонално обезбеђење, реално обезбеђење, хипотека од вредности, тржиште капитала.

1. УВОД

Емисија обвезница омогућава емитенту да прикупи слободан капитал на тржишту уз ниже каматне стопе у односу на класично кредитно задуживање и то под условима који одговарају емитенту. Такође, избегава се ризик изложености према појединачним кредиторима, те се врши њихова дисперзија, а емитент има и могућност да превремено изврши откуп обвезница. Да би емисија успела битан је квалитет обвезница, па тако инвестициони фондови, као један од значајних улагача, у складу са својом инвестиционом политиком, новац по правилу улажу у обвезнице врхунског рејтинга. Значај обезбеђења обвезница је порастао и након економске кризе будући да инвеститори новац улажу обазривије. Обезбеђењем емисије, обвезнице могу добити бољи рејтинг од оног који поседује њихов емитент, те се повећавају

изгледи за успех емисије, квалитет и сигурност наплате обвезнице, уз ниже каматне стопе. Како у нашем законодавству не постоје посебни прописи који би регулисали ову област, долази до низа проблема и ограничења с обзиром да се примењују прописи који нису прилагођени специфичностима обвезница. Проблеми се пре свега јављају код реалних средстава обезбеђења, због чега код примене појединих средстава постоје знатна ограничења, а нека није ни могуће применити. Будући да од развоја тржишта капитала у многоме зависи економски развој државе, законодавство у овој области је неопходно прилагодити потребама праксе и развоја тржишта.

2. УОПШТЕ О ОБВЕЗНИЦАМА И ЗНАЧАЈУ ЊИХОВОГ ОБЕЗБЕЂЕЊА

Обвезница (*bond, Anleihe*) је дужничка хартија од вредности (у даљем тексту: ХОВ) којом се издавалац обавезује да исплати имаоцу означену новчану главницу заједно са каматом, одједном или у деловима (на рате).¹ По својој правној природи обвезница је једнострана изјава воље, такође је дугорочна и серијска ХОВ, у коју је инкорпорисан облигационо правни захтев за исплату главнице и камате. Она може гласити на име (што је увек случај када се ради о дематеријализованим ХОВ), по наредби, или на доносиоца.² У нашем праву је тренутно једино могуће издати обвезнице на име у дематеријализованом облику.

Емитенти обвезнице могу бити субјекти јавног права попут државе, покрајине, града или општине, али и субјекти приватног права, попут банака и других привредних друштава, али и јавна предузећа.

Обвезнице су строго формалне ХОВ, будући да се морају испунити услови форме и садржине прописани законом. Према нашим позитивним

¹ Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд 2009, 448.

² Обвезнице на доносиоца су изузетно ретке, некада су их у великим серијама издавале САД, међутим од 1982. године се забрањује њихово издавање и укидају се пореске олакшице (*Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982*) везане за порез на капиталну добит у случају овакве емисије. У Европи емисија обвезница на доносиоца је могућа на пример у Немачкој, где су оне нашле релативно широку примену као начин финансирања спортских клубова. Наиме, низ клубова у Немачкој је издао овакве обвезнице, између осталих ФК Келн (за више информација видети: <https://www.fc-koeln.de/de/fc-info/club/dokumente/anleihe-20162024/die-urkunden/>, 21. јул 2017.) и ФК Херта (за више информација видети: http://www.hertha-anleihe.de/index.php?option=com_content&view=article&id=7&Itemid=8, 21. јул 2017.). Што се тиче издавања обвезница по наредби, оне се ретко издају, будући да правни системи најчешће предвиђају да се обвезнице издате на име преносе путем индосамента (те се у пракси у овом случају губи значај поделе на ХОВ на име и по наредби), а то је био случај и код нас у току важења Закона о хартијама од вредности, *Службени лист СРЈ*, бр. 26/95, 28/96 – други закон и 59/98.

прописима оне морају садржати ознаку врсте финансијског инструмента, идентификационе податке о издаваоцу, укупан број издатих обвезница, укупан номинали износ издатих хартија, датум уписа обвезница у Централни регистар ХОВ, номинални износ на који гласи свака хартија, податке о начину и роковима обрачуна камате, податке о доспећу, податке о откупној вредности, ако издавалац има право превременог откупа.³

Наравно обвезница је негоцијабилна ХОВ којом се у нашем позитивном праву може трговати на организованом тржишту, мултилатералној трговачкој платформи и ОЦ тржишту.⁴ Код материјализованих обвезница на име, пренос се одвија индосаментом, а ако се ради о обвезницама на доносиоца простом предајом (*traditio*).

Обвезнице можемо поделити на обезбеђене и необезбеђене. Код необезбеђених, висина каматне стопе коју ће емитент платити приликом емисије зависи од бонитета, тј. финансијског стања емитента. Код обезбеђених обвезница њен квалитет неће зависити само од бонитета емитента, већ и од квалитета пружених средстава обезбеђења. Стога, обезбеђена обвезница може бити боље рангирана од бонитета емитента, те се могу остварити значајне уштеде на каматним стопама.

3. МОГУЋЕ ВРСТЕ ОБЕЗБЕЂЕЊА

Средства обезбеђења можемо поделити на персонална и реална. Међутим, због неких карактеристика обвезница, неће бити могуће применити сва средства обезбеђења. Није могуће применити уговорну казну, будући да се иста не може уговорити на новчана потраживања,⁵ као ни одустаницу⁶, капару⁷

³ Владимир Марјански, Сандра Фишер Шобот, *Право хартија од вредности*, Нови Сад 2016, 102.

⁴ Регулисано тржиште је берза ХОВ, чији је организатор увек акционарско друштво са дозволом Комисије за ХОВ, а код нас је ово тржиште организовано као листинг (берзанско тржиште) и *Open market (енџ.)* тржиште (ванберзанско тржиште), а организатор је Београдска берза. Мултилатерална трговачка платформа (на даље у тексту: МТП) је мултилатерални електронски систем за трговање чији оснивач може бити брокерско дилерско друштво или берза, којом је издата дозвола од стране Комисије. Код нас тренутно постоји само једно МТП тржиште чији је организатор Београдска берза (МТП-Белекс) (ванберзанско тржиште). Разлика између претходно поменутих два тржишта, је у условима које ХОВ треба да испуне у циљу укључивања на трговање. *Over the counter (енџ.)* тржиште или ОЦ, је слободна продаја ХОВ, или непосредном погодбом (цесијом) између лица, или путем дистрибуције ХОВ путем банкарских шалтера.

⁵ Чл. 270, ст. 3, Закон о облигационим односима – ЗОО, *Службени гласник СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93 и *Службени гласник СЦГ*, бр. 1/2003 – Уставна повеља.

⁶ Чл. 82, ЗОО.

⁷ Чл. 79, ЗОО.

и кауцију јер је за њихово установљавање потребан уговор, а обвезница је једнострана изјава воље.

Дакле, од персоналних средстава обезбеђења могуће је применити јемство, банкарску и државну гаранцију као и осигурање потраживања⁸, а од реалних хипотеку и залогу.

У случају обвезнице још једна специфичност је и вредност саме емисије која се обезбеђује. Стога обезбеђење мора имати и одговарајући квалитет, односно вредност да би установљавање било сврсисходно. Будући да је вредност емисије обвезница изузетно велика, те може износити од неколико милиона, па чак до неколико десетина или чак и стотина милиона еура, најчешће се користе персонална средства обезбеђења која пружају високо ликвидна привредна друштва, банке или осигуравајућа друштва. Што се тиче реалних средстава најчешће се примењује хипотека на непокретности, броду или ваздухоплову,⁹ али и залога на ХОВ или потраживањима, док се залога на покретним стварима само изузетно користи.

Приликом установљавања обезбеђења води се рачуна о томе да укупна вредност хипотекованих или зложених ствари и права, или бонитет лица које даје персонално средство обезбеђења буде увек већи од вредности издатих обвезница, а најчешће се тражи да ова вредност буде већа најмање за 40 до 50 посто од вредности емисије. Као метод процене вредности покрића, повериоци из финансијског сектора, али и регулаторни органи најчешће узимају 40 % кориговане нето вредности оптерећене имовине, или 30% тржишне вредности.¹⁰ Такође, немачки Закон о покривеним обвезницама¹¹ предвиђа да се као вредност покрића, рачуна само 60 % вредности имовине која служи као основа за покриће емисије.¹²

⁸ Позитивно законодавство и теорија за овај тип осигурања користи неколико назива, попут осигурање јемства (чл. 10, ст. 1, тач. 15, Закон о осигурању – ЗОС, *Службени 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), осигурање потраживања (чл. 899, ст. 2, ЗОО), као и осигурање кредита (видети: Мирко Васиљевић, *Трговинско право*, Београд 2012, 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.

⁹ Законом облигационим и основама својинско-правних односа у ваздушном саобраћају – ЗОСПОВС, *Службени гласник РС*, бр. 87/2011 и 66/2015, говори о заложном праву на ваздухоплову, међутим у члану 153 овај закон предвиђа сходну примену Закон о хипотеци –ЗХ, *Службени гласник РС*, бр. 115/2005, 60/2015, 63/2015 – одлука УС и 83/2015, а сама залога настаје уписом у регистар, те има све карактеристике хипотеке. Закон о трговачком бродарству – ЗТБ, *Службени гласнику РС*, бр. 96/2015, говори о хипотеци на броду.

¹⁰ Heinrich Rittershausen, *Industrielle Finanzierungen: Systematische Darstellung mit Fällen aus der Unternehmenpraxis*, Wiesbaden 1964, 212.

¹¹ Закон о покривеним обвезницама Савезне Републике Немачке (*Pfandbriefgesetz*) – PBG, од 22.05.2005, измењен 02.11.2015.

¹² Чл. 14, PBG.

4. ПЕРСОНАЛНА СРЕДСТВА ОБЕЗБЕЂЕЊА

Као персонална средства обезбеђења емисије обвезница се јављају јемство, банкарска и државна гаранција, као и осигурање потраживања. Персонална средства обезбеђења потраживања су карактеристична по томе што дају овлашћење повериоцу да, у случају да дужник није извршио своју обавезу, захтева од дужника или трећег лица да испуни дужникову престацију.¹³

Уговором о јемству се јемац обавезује према повериоцу да ће испунити пуноважну и доспелу обавезу дужника, ако то овај не учини.¹⁴ Овај уговор обавезује јемца само ако је изјаву о јемчењу учинио писмено.¹⁵ Поред тога што закон говори о уговору као извору ове акцесорне облигације, ипак је могуће да јемац сачини овај прави посао једнострано. Наиме закон предвиђа да је уговор закључен кад исправу потпишу сва лица која се њим обавезују.¹⁶ Дакле за испуњење писмене форме довољно је да исправу потпише само она страна која се уговором обавезује, те изјаву о јемству потписује само јемац пошто се овим уговором само он обавезује према повериоцу, да ће испунити пуноважну и доспелу обавезу дужника, ако овај то не учини.¹⁷

Будући да је обвезница серијска ХОВ, те да се велики број лица јавља као њихов купац, није практично изводљиво да јемац закључи уговор о јемству са свим овим лицима, будући да би поступак емисије трајао јако дуго, трошкови би били велики, те би се јавио низ других практичних проблема. Стога је неопходно заснивање једностраног јемства, које ће као прилог бити додато проспекту, а сам проспект ће садржати информацију да је оваква емисија обезбеђена јемством.

Као јемац при емисији обвезница се најчешће јављају повезана привредна друштва. У Републици Србији није дошло до емисије обезбеђених обвезница, док у суседној Републици Хрватској постоји неколико примера емисије обезбеђених обвезница између осталих и Нексе групе д.д. из 2012. године са јемством Нашицецемента д.д. и уз успостављање залогне на ХОВ.¹⁸ Овакве емисије често практикују велики концерни попут Фолксвагена, који је за потребе прикупљања капитала путем емисије обвезница у Холандији (као пореском рају) отворио ћерку фирму *Volkswagen International Financial N.V.*, чије су све емисије обвезница гарантоване јемством од стране акционарског друштва Фолксваген.¹⁹

¹³ Бојан Пајтић, „Јемство у српском и упоредним правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4/2014, 177.

¹⁴ Чл. 997, ЗОО.

¹⁵ Чл. 998, ЗОО.

¹⁶ Чл. 72, ст. 1, ЗОО.

¹⁷ Слободан Перовић, Драгољуб Стојановић, *Коментар закона о облигационим односима – књига прва*, Крагујевац 1980, 290.

¹⁸ http://www.nexe.rs/userDocs/Images/Prospekt_obveznice.pdf, 22. јул 2017.

¹⁹ http://www.vif.nl/content/sites/vwcorporate/vif_nl/en/home/investor_releation.html, 22. јул 2017.

Као још један вид обезбеђења се јавља банкарска гаранција, којом се банка обавезује према примаоцу гаранције (кориснику, бенефицијару) да ће му за случај да му треће лице (емитент) не испуни обавезу о доспелости измирити обавезу ако буду испуњени услови наведени у гаранцији.²⁰ Дакле код банкарске гаранције нема акцесорности, што је разликује од јемства, те наплата банкарске гаранције не зависи од извршења или неизвршења дужникове престације према повериоцу.²¹ Будући да се обезбеђује обвезница, као једнострана изјава воље, банка једноставно неће имати могућност да кориснику гаранције истакне било какав приговор, те иста једино може дати апстрактну банкарску гаранцију („на први позив“).

У нашем праву је прихваћено становиште да је банкарска гаранција једнострана изјава воље, те се не захтева да корисник гаранције писмено изјави да прихвата гаранцију.²² У банкарској пракси су се искристалисали елементи заједнички за сваки облик банкарске гаранције те у исту улазе: назив фирме и седишта даваоца и примаоца гаранције, назначење посла чије се испуњење обезбеђује банарском гаранцијом, новчани износ на који гаранција гласи, рок важења гаранције, место и датум издавања гаранције, потпис овлашћеног лица давоца гаранције.²³ Наравно иста мора бити дата у писменој форми. Дакле банка својом вољом одређује садржину банкарске гаранције и њена обавеза према кориснику гаранције настаје њеним издавањем.²⁴ Стога се банкарска гаранција као и јемство издаје у форми једностране изјаве воље те се чињеница издавања банкарске гаранције констатује у проспекту, а сама банкарска гаранција се објављује уз проспект.

Државну гаранцију закон дефинише као условну обавезу Републике да плати доспелу, а неизмирену новчану обавезу у случају ако локална власт, односно правно лице за које је Република дала гаранцију не изврши плаћање о року доспећа.²⁵ 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.²⁶ Након што уговарач гаранције (емитент) постигне са надлежним министарством договор о гаранцији, а на основу услова које је претходно влада одредила, министарство

²⁰ Чл. 1083, ЗОО.

²¹ Бојан Пајтић, „Банкарска гаранција у српском и европским правним системима“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 3/2015, 1129.

²² Ивица Јанковец, *Привредно право*, Београд 1999, 630.

²³ Светлана Магделинић, „Да ли је издавање банкарске гаранције на основу робне фактуре законски исправан поступак?“, *Банкарство*, 9-10/2006, стр. 54.

²⁴ Мирко Васиљевић, *Трговинско право*, Београд 2012, 420.

²⁵ Чл. 2, ст. 1, тач. 4, Закон о јавном дугу – ЗЈД, *Службени гласник РС*, бр. 61/2005, 107/2009 и 78/2011.

²⁶ Чл. 18, ЗЈД.

о томе обавештава владу путем извештаја са нацртом уговора, а потом је потребно усвојити предлог уговора, одредити потписника на страни владе, те исти потписати, након чега се саставља предлог закона који је потребно усвојити у народној скупштини.²⁷

Овај вид гаранције се заснива на закону, иако је основа за усвајање законског уговора државе за уговарачем гаранције, а у корист будућих имаоца обвезница. Дакле, имаоци обвезница на основу самог закона могу од државе потраживати исплату гарантованог износа, уколико обавезу по обвезници не изврши емитент. Овакву гаранцију ће држава најчешће издати својим јавним предузећима, или локалним самоуправама како би иста могла да прикупе капитал путем емисије под условима повољнијим од банкарског кредита.

Осигурање потраживања је још један начин обезбеђења емисије, где осигуравајуће друштво гарантује непосредно или посредно за испуњење обавеза дужника.²⁸ У овом случају емитент као уговарач осигурања заључује уговор о осигурању у своје име али за рачун будућих власника обвезница, који ће бити осигураници. На основу склопљеног уговора осигуравајуће друштво ће издати полису осигурања, чије издавање ће бити констатовано у проспекту, а такође ће иста бити објављена у целини уз проспекат. Дакле ни у овом случају за заснивање осигурања није потребна изјава воље будућих власника обвезница.

Сва четири претходно наведена типа персоналног обезбеђења емисије обвезница су према нашем позитивном праву могућа, међутим до данас није било нити једне емисије обезбеђених дужничких ХОВ.

5. ХИПОТЕКА КАО СРЕДСТВО ОБЕЗБЕЂЕЊА

Будући да обезбеђење емисије захтева средства обезбеђења велике вредности, хипотека се јавља као подесно средство обезбеђења. Међутим, у упоредно-правној пракси је чешћа ситуација да хипотека посредно служи као обезбеђење, те се залажу потраживања обезбеђена хипотекама, па се том приликом и хипотека преноси због акцесорности. Што се тиче предмета који могу бити оптерећени хипотеком у упоредном праву су то непокретности, бродови и ваздухоплови.

Практични проблем који се јавља код заснивања хипотеке као обезбеђења емисије обвезница је тај што су обвезнице серијске ХОВ, те није практично могуће хипотеку у овом случају засновати на основу уговора са власницима обвезница. Стога је једина могућност да се заснује једнострана

²⁷ Чл. 16. и 24, ЗЈД.

²⁸ Чл. 10, ст. 1, тач. 15, ЗОС.

хипотека. У нашем позитивном праву заснивање једностране хипотеке је могуће само на непокретностима. Међутим, проблеми се јављају код преноса потраживања обезбеђених хипотеком, јер закон прописује да пренос потраживања које је обезбеђено хипотеком мора бити обављен у форми јавнобележничког записа или јавнобележничке (солемнизоване) исправе.²⁹ Овакав захтев код цесије потраживања на тржишту капитала није могуће испунити те би оваква цесија била ништава будући да је противна принудним правним прописима. Дакле губи се негоцијабилност као основна карактеристика ХОВ.

Што се тиче установљавања хипотеке на броду захтева се закључење уговора о хипотеци у форми јавнобележничког записа, те се иста не може засновати једностраном изјавом воље.³⁰ Исто решење је предвиђено и за ваздухоплове те закон предвиђа заснивање залоге путем уговора, уз примену форме предвиђене за уговорно заснивање хипотеке.³¹

6. ЗАЛОГА КАО СРЕДСТВО ОБЕЗБЕЂЕЊА

Што се тиче другог реалног средства обезбеђења, због карактеристика серијске емисије обвезница постоје одређена ограничења будући да је вредност емисије обвезница изузетно велика, те није целисходно вршити залогу на покретним стварима мале вредности. Такође, уколико би се залога установила на производима емитента, то би онемогућило истог да нормално послује јер у случају генеричних ствари мора засновати државинску залогу те не може имати ни државину на стварима, док у случају индивидулно одређених ствари може засновати бездржавинску залогу, али је и у овом случају ограничен промет.

Међутим, чини се да је ипак захвалније засновати залогу на генеричним стварима будући да у јавном складишту код кога би залогодавац положио предметне ствари увек мора имати, исту количину генеричних ствари, те то не морају бити оне ствари које су и првобитно положене. Па тако, у случају залагања пољопривредних производа емитент би могао продати прошлогодишњи род, али би пре тога морао положити исту количину новог рода. Овакви случајеви се у пракси ретко дешавају, али као пример можемо навести италијанску млекару *4 Madonna Caseificio dell'Emilia Società Cooperativa Agricola* из Модене, иначе произвођача пармезана, који је успео да изврши емисију обвезница обезбеђених државинском залогом на колутовима пар-

²⁹ Чл. 20, ст. 3, тач. 1, ЗХ, у вези са чл. 10, ЗХ.

³⁰ Чл. 64, ст 2. и чл. 78, ЗТБ.

³¹ Чл. 133. и 153, ЗОСПОВС.

мезана.³² Емитент се у овом случају обавезао да пружи залогу на положеним производима у вредности од 120 % од вредности емисије. Међутим, оваквих примера је мало будући да ретко која производна делатност може себи дозволити да сопствене производе не продаје. Стога се залога најчешће установљава на ХОВ, пре свега акцијама, као и на превозним средствима велике вредности, попут железничких композиција, грађевинских машина, камиона или на производним погонима.

Што се тиче залагања права, под тим се пре свега мисли на залагање потраживања и то пре свега оних која су потекла из банкарског пословања. Овај тип залог је у основи концепта секјуритизације дуговања као вида рефинансирања. Код америчког типа секјуритизације дуговања долази до емисије упутница, а не обвезница, будући да се формира ново привредно друштво које преузима на себе потраживања која служе као обезбеђење, те се формира фонд у који се сливају средства добијена из ових потраживања, а иста се потом сразмерно распоређују на имаоце упутница. Код европског типа секјуритизације ради се о формирању регистра залог који води сам емитент, а у који се уписују сва потраживања која служе за обезбеђење. Међутим, ни овај тип обезбеђења није могуће извршити у нашем праву будући да захтева увођење потпуно новог законодавног оквира, који би омогућио на закону засновану залогу потраживања.³³

Како се установљава залог као средство обезбеђења емисије обвезница?

Наше позитивно право за заснивање залог захтева постојање уговора као извора ове облигације, али за разлику од јемства, није могуће дати залог у форми једностране изјаве воље, будући да код залог обавезе постоје и код једне и код друге уговорне стране. У случају државинске залог, залогопримац има обавезу да чува предмет залог, док у случају бездржавинске залог он има обавезу везане за упис у регистар заложног права³⁴ те претходно описана конструкција, заснивања обавеза само на основу једне изјаве воље није могућа будући да се ради о двострано обавезујућем уговору.

³² <http://www.caseificio4madonne.it/images/investor-relations/documento-ammissione-borsa-italiana.pdf>, 23. јул 2017.

³³ У случају европског типа секјуритизације као покриће служе потраживања по основу издатих кредита, а будући да корисници кредита исте отплаћују њихова висина се мења. Због тога регистар покрића у који су уписана ова потраживања мора водити сам емитент, који сам уз контролу централне банке врши измену или додавање нових потраживања у предметни регистар, како би се задржала тражена вредност обезбеђења. Да би емитент то могао да ради потребно је да постоји законско заложно право власника оваквих обвезница, на потраживањима уписаним у регистар покрића.

³⁴ Залогопримац има право, али и обавезу да изврши упис у регистар своје потраживање уколико то не учини залогопримац, а уколико дође до активирања залог залогопримац мора извршити упис поступка намирења у регистру, те може установити своју државину на заложним стварима, те томе следствено добија и обавезу да ове ствари чува.

У англосаксонском праву, за успостављање овакве залог мора бити потписан уговор о залози са агентом емисије који ће бити комисионар за рачун будућих власника обвезница, те агент овакве емисије мора бити регистрован као труст компанија³⁵, а према власницима обвезница ће имати фидуцијарну одговорност.³⁶ Први примери оваквог залагања настају у 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.³⁷

У нашој пракси није било примера обезбеђења путем залог, међутим у упоредном праву оваквих примера јесте било. Претходно наведен пример емисије обвезница млекаре из Модене³⁸ или Нексе групе д.д. из Хрватске³⁹ управо су обезбеђени залогом, у првом случају државинском залогом, а у другом залогом акција.

Државинска залога у случају генеричних ствари се конституише на тај начин што емитент склапа са агентом емисије уговор о залози при чему ће предмет залог положити у јавно складиште, тј. код трећег лица које су споразумно одредили, или на тај начин што ће залогодавац залогопримцу предати исправу која даје имаоцу искључиво право располагања (складиницу).⁴⁰ У случају индивидуално одређених ствари даје се бездржавинска залога те се врши упис у регистар, ово ће бити најчешће случај код залагања постројења.

Будући да у континенталним правним системима комисионо склапање уговора није регулисано уз изузетак комисионе продаје и куповине, поставља се питање како оправдати овакву правну конструкцију? Одговор је у томе

³⁵ https://www.sc.com.my/post_archive/sc-releases-registration-criteria-for-trust-companies-to-act-as-bond-trustees, 07. август .2017, <https://vacode.org/15.2-5415>, 07. август 2017, <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/20-a/title20-Asec11496.html>. 07. август 2017. године.

³⁶ Труст је грађанско правни однос карактеристичан за англосаксонско право у чијој основи стоји комисионо заступање. Овај вид заступања у континенталном праву није правно регулисан. За труст је карактеристично постојање фидуцијарне одговорности, као вида одговорности због повреде поверења, који се јавља у ситуацији када комисионар не жели да преда ствари и плодове поводом којих је заснован труст, те се установљавањем овакве одговорности пружа законска заштита заступаном. У нашем правном систему, поред тога што овакво заступање није регулисано постоји неколико пресуда које говоре у прилог да је могућа правна заштита комисионог заступања у случају 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.

³⁷ John Joseph. Rahill, *Corporation Accounting and Corporation Law*, Fresno California 1906, 140.

³⁸ <http://www.caseificio4madonne.it/images/investor-relations/documento-ammissione-borsa-italiana.pdf>, 23. јул 2017.

³⁹ http://www.nexe.rs/userDocsImages/Prospekt_obveznice.pdf, 22. јул 2017.

⁴⁰ Чл. 974, 300.

што се склапа уговор о залози у корист трећег лица. Уговор мора садржати елемене на основу којих би се одредили бенефицијари, односно у овом случају купци обвезница. Међутим, у овом случају у нашем позитивном праву је лоше то што уговарач може опозвати или изменити корист која је за треће лице уговорена, све док трећи исту не прихвати.⁴¹ Будући да имаоци обвезница нису солидарни повериоци, јер свака појединачна обвезница садржи самосталну обавезу емитента, сваки купац обвезнице би морао упутити обавештење да прихвата овакву корист, те би одговорност уговарача према трећем лицу постојала тек од пријема оваквог обавештења. Овај проблем би могао бити решен на тај начин што би приликом склапања уписног уговора уписници потписивали и изјаву којом прихватају корист. Други начин би био да законодавац ово питање уреди на тај начин да уговарач не може променити или опозвати корист за бенефицијаре, слично као код осигурања.

7. ЗАКЉУЧАК

Емитовање обвезница као начина финансирања још увек није заживело у Републици Србији, те наше финансијско тржиште и даље остаје изузетно банкоцентрично. Стога су лица јавног и приватног права у погледу кредитног задуживања и даље окренута банкама. И поред тога што домаћи прописи ограничено омогућавају обезбеђење обвезница, до сада није било оваквих обвезница, а на жалост ни емисије необезбеђених корпоративних обвезница.

Позитивни прописи тренутно омогућавају обезбеђење емисије обвезница путем јемства, банкарске и државне гаранција, ко и путем осигурања потраживања као персоналних видова обезбеђења. Што се тиче реалних средстава обезбеђења због ригидних прописа није могуће обвезнице обезбедити хипотеком. На непокретностима је могуће установити једнострану хипотеку, али је онемогућен пренос овако обезбеђених обвезница, те се губи негоцијабилност као битна карактеристика сви ХОВ. Што се тиче хипотеке на бродовима и ваздухопловима исту није могуће установити јер закон предвиђа њихово заснивање само у форми уговора што није могуће урадити у оквиру обвезнице јер је она једнострана изјава воље, док није целисходно и практично могуће засновати хипотеку у оквиру посебног уговора јер је обвезница серијска ХОВ.

Залогу је према позитивном праву у Републици могуће користити као средство обезбеђења емисије обвезница, с тим да се приликом уписа акција мора потписивати и одговарајућа изјава којом би се ограничила могућност уговарачу (агент емисије) да измени или опозове корист за бенефицијара.

⁴¹ Чл. 150, ЗОО.

У циљу развоја финансијског тржишта би било целисходно донети нове прописе којима би се регулисала обавеза емитента да обезбеди вредност покрића која би била већа од вредности емисије у релативном износу на пример за 30 %, а у циљу очувања поверења у тржиште капитала. Такође би требало отклонити законске препреке за установљавање хипотеке на непокретностима, бродовима и ваздухопловима, како би овакав облик финансирања био широко доступан. Наравно било би пожељно и регулисати уговор о залози при обезбеђењу обвезница, те одредити круг лица која би се могла јавити као уговорачи овог специфичног уговора у корист трећег лица.

*Nikola B. Krstić, Ph.D. Student
University of Novi Sad
Faculty of Law Novi Sad
advnikolakrstic@gmail.com*

Bond Securing Mechanism with Review of State in Republic of Serbia

***Abstract:** In order to increase chances for bond emission success, and to achieve lower emission interest rates, bonds collateral is used. Established collateral can be personal or given on property. Personal type of collateral can be given as personal, bank or state guarantee as well as claim insurance, while property collateral could be given in form of pledge or mortgage. This paper is concerning practical issues that are specific for establishing each type of bond collateral, preconditions that must be fulfilled in order to establish certain types of collateral and well as question, weather is it possible to establish bond collateralization in Republic of Serbia.*

***Keywords:** Bonds, personal collateral, property collateral, securities, capital market.*

Датум пријема рада: 13.09.2017.