



Mr Tatjana Jovanić*

UDK 336.761 (497.11)

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

Srbija ima bankocentrični finansijski sistem, što ukazuje da se korporativni sektor najviše oslanja na kredite banaka radi finansiranja ne samo razvojnih potreba već i tekućeg poslovanja. Krediti koji se odobravaju ne samo komercijalnom sektoru već i lokalnim organima vlasti povećavaju se iz godine u godinu. Tržište dužničkih hartija od vrednosti je nerazvijeno: od dugoročnih dužničkih hartija trenutno postoje samo obveznice Republike Srbije izdate po osnovu stare devizne štednje, dok korporativni i finansijski sektor nije emitovao dugoročne dužničke hartije. Što se kratkoročnih hartija tiče, postoje blagajnički zapisi NBS, kao i predviđeni zapisi državnog Trezora, kojima se trguje na vanberzanskom tržištu. Suviše je govoriti o potrebi za kvalitetnim dužničkim hartijama od vrednosti, naročito usled jačanja institucionalnih investitora na našem tržištu i njihovoj rastućoj potrebi za likvidnim oblicima aktive i diverzifikacijom portfolija.

Podsticanje finansiranja privrednih subjekata i lokalne samouprave emisijom dužničkih hartija nikako ne bi značilo smanjivanje uloge banaka već bi, naprotiv, vodilo diversifikaciji bankarskog poslovanja. Ako bi jačanje tržišta dužničkih hartija od vrednosti delimično i izazvalo smanjenje uloge kreditnih poslova komercijalnih banaka, sasvim sigurno bi podstaklo niz bankarskih uslužnih poslova i tako povoljno uticalo na razvoj investicionog bankarstva u Srbiji. O tome pokazuju iskustva drugih zemalja u tranziciji, koja govore o tome da su se organi lokalne vlasti u postupku emisije dužničkih hartija najviše oslanjale na stručnu pomoć banaka. (W. Oliver, 2004). Za razliku od ostalih subjekata, banke mogu emitovati dužničke hartije od vrednosti, ali i učestvovati u emisiji ne samo u svoje ime i za svoj račun, već komisiono i kao zastupnici. Emisija dužničkih hartija od vrednosti podstakla bi dobro poznate bankarske poslove u domaćoj praksi (na prvom mestu bankarske garancije) ali i niz novih uloga banaka kao što su finansijsko savetovanje, pokroviteljstvo emisije, distribucija hartija od vrednosti i sl.

U odsustvu inicijative korporativnog sektora, lokalna samouprava bi trebalo da podstakne razvoj tržišta dužničkih hartija od vrednosti emisijom municipalnih obveznica.

Pored postojećih državnih hartija od vrednosti prisutnih na domaćem finansijskom tržištu, municipalne obveznice bi produbile domaće tržište, učinile ga likvidnijim i stvorile povoljnu klimu za razvoj investicionog bankarstva u Srbiji, a posredno i motivisale korporativni sektor da se finansira instrumentima duga.

Preduslovi za efikasno tržište dužničkih hartija od vrednosti nisu samo pravne prirode. Istina, neophodno je da zakonodavac razmotri osnovne pravne probleme u pogledu emisije municipalnih obveznica, kao i dužničkih hartija od vrednosti obezbeđenih hipotekom (na koje će autor kratko ukazati), ali bi trebalo istaći da emisija korporativnih dužničkih hartija od vrednosti suštinski nije ograničena pravnim problemima. Jedan od osnovnih preduslova za razvoj finansijskog tržišta naše zemlje je upravo volja i potencijal banaka da razviju poslove investicionog bankarstva.

Uvodne napomene o dužničkim hartijama od vrednosti

Obveznice i njima veoma slični komercijalni zapisi su obligacione hartije od vrednosti koje u sebi sadrže obligaciono pravo - novčano potraživanje imaoca prema emitentu. Dužničke hartije od vrednosti su zakonski definisane kao "obveznice i druge hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na isplatu glavnice, kamate, kao i druga prava".

U nizu podela dužničkih hartija od vrednosti, najbitniji kriterijumi podele dužničkih hartija od vrednosti su podela prema ročnosti, koja ukazuje na kratkoročne, srednjoročne i dugoročne hartije i podela prema statusu emitenta. Prema tome ko se pojavljuje kao emitent, dužničke hartije od vrednosti (pre svega obveznice) se dele na državne, municipalne i korporativne. Državne obveznice emituje država, odnosno ovlašćeni državni organ, kako bi se uskladili prilivi i odlivi budžeta, odnosno za pokriće trenutnih budžetskih deficita kao i anticipirane budžetske potrošnje. Municipalne obveznice, tj. obveznice lokalnih organa vlasti, emituju gradovi, opštine, regioni i drugi subjekti kojima su priznata javna ovlašćenja, a emituju se u cilju prikupljanja potrebnih sredstava za finansiranje budžetskog deficita lokalnih organa vlasti, kao i finansiranje

infrastrukturnih projekata, objekata i usluga od značaja za lokalnu zajednicu. Postoje dve osnovne vrste municipalnih obveznica: opšte obligacione i prinosne municipalne obveznice. Opšte obligacione obveznice su pokrivena poverenjem i poreskom moći izdavaoca, a isplata se vrši iz prihoda budžeta kao i nekih izvora poput naknada, taksi, posebnih dažbina. Ove obveznice se stoga najčešće koriste za obezbeđenje osnovnih usluga društvu poput obrazovanja, usluga zdravstvenih ustanova i dr. Drugi tip su prinosne obveznice, koje su pokrivena prihodom od određenog projekta. Da bi se izbegla mogućnost gubitka, emisiji ovakvih obveznica prethodi studija izvodljivosti kako bi se utvrdilo da li bi prihod od projekta bio zadovoljavajući. Ova vrsta obveznica se uglavnom koristi za finansiranje lokalnih uslužnih delatnosti, poput vodovoda i kanalizacije, drugih komunalnih usluga, izgradnje saobraćajnica i saobraćajne infrastrukture, univerziteta, sportskih kompleksa i dr. (S. Barjaktarović-Rakočević, s. 985-996)

Korporativne obveznice emituju preduzeća, ne samo privatna već i javna, kao i banke ili druge finansijske institucije. Jedna podesna, pravno-tehnička definicija obveznice u njoj vidi hartiju od vrednosti kojom se njen izdavalac (emitent) obavezuje da će licu koje je naznačeno na njoj ili donosiocu iste isplatiti iznos koji je naveden na njoj (nominalnu vrednost obveznice) i platiti kamatu za određeni vremenski period. Prema načinu obračuna kamate, obveznice se dele na: obveznice sa fiksnom kamatom (kamata je u momentu kupovine poznata i kao takva je fiksna); obveznice sa promenljivom kamatom (kamata stopa obveznice je varijabilna i po pravilu se vezuje za kamatnu stopu neke kratkoročne hartije od vrednosti, a to je najčešće ona koja ima najniži kreditni rizik); obveznice sa indeksiranom kamatom (fiksna kamata se u momentu isplate koriguje indeksom rasta cena na malo ili nekim drugim ugovorenim indeksom).

Komercijalni zapis je kratkoročna vrednosnica čiji se emitent obavezuje da će imaću isplatiti nominalni iznos u označenom roku. To je kratkoročna, po pravilu neobezbeđena isprava o dugu, koju obično emituju subjekti visokog boniteta,

u velikim denominacijama i uz diskont, a u okviru vremenski određenog revolving programa. (S. Kumpel, s. 1833) Komercijalni zapisi imaju veliku sličnost sa obveznicama koje se nazivaju "srednjoročne note" (*medium term notes - MTNs*) koje se takođe emituju u kontinuiranim emisijama. Ove hartije u sebi imaju obeležja novčanog, kreditnog i tržišta kapitala. Posredstvom ovih hartija se vrši prikupljanje sredstava koja se iz katkoročnih pretvaraju u dugoročna. (B. Vasiljević, s. 141) Reč "srednjoročne" je donekle zbunjujuća, jer njihova ročnost varira od jednog meseca pa čak i do 30 godina. Nije pogrešno reći da po pitanju njihove pravne prirode gotovo i nema razlike između srednjoročnih nota i obveznica. (Allen & Overly, s. 1) Ipak, čini se da su ove hartije zapravo obveznice velike nominalne vrednosti koje se emituju u višeserijskim emisijama i čija je nominalna vrednost velika. (D. Adams, s. 226)

U poslednjih dvadeset godina veoma je aktuelno emitovanje dužničkih hartija od vrednosti pokrivenih aktivom (*asset-backed securities - ABS*) koje se najčešće emituju u postupku sekjuritizacije i time predstavljaju instrumente "strukturiranog" finansiranja. Prvi oblik aktive bili su hipotekarni krediti, pa su se među prvima pojavile hipotekarne uputnice (*mortgage pass-through securities*) emitovane na bazi pula hipotekarnih kredita koji služi kao obezbeđenje, dok su druga dva oblika kolateralizovane hipotekarne obveznice (*collateralized mortgage obligations - CMO*) i segmentirane hipotekarne obveznice (*stripped mortgage based-securities*). Finansijske inovacije i poslovna praksa uticali su na dalju diferencijaciju dužničkih hartija od vrednosti, te je danas praktično nemoguće nabrojati sve oblike ovih modernih finansijskih instrumenata.

Funkcionalni preduslovi za razvoj tržišta hartija od vrednosti

Potrebno je stimulisati emisiju i trgovanje dužničkim hartijama sa dužim rokom dospeća, uz očuvanje funkcije kratkoročnih hartija od vrednosti

Dok korporativne obveznice gotovo da i nemaju svoj istorijat u novijoj berzanskoj istoriji srpskog finansijskog tržišta, komercijalni

zapisi su obeležili domaće berzansko tržište devedesetih godina kao dominantni finansijski instrument i bili su osnovni predmet trgovanja na Beogradskoj berzi čitavu jednu deceniju. Neuredno vraćanje kredita i nemogućnost realizacije sredstava obezbeđenja kredita pooštravali su uslove kreditiranja u inflatornim devedesetim godinama. (M. Štimac, J. Badža, s. 7) Njihov kratkoročni karakter bio je vrlo izražen, jer su rokovi retko prelazili mesec dana. Situacija na domaćem tržištu izmenjena je 2003. godine, kada je Komisija za hartije od vrednosti otpočela aktivno vršenje nadzora nad ovim tržištem. Komisija za hartije od vrednosti i finansijsko tržište je na Sednici petog saziva održanoj 24. marta 2003. godine donela Stav o kratkoročnim hartijama od vrednosti kojim su pojašnjene obaveze emitenta u postupku registracije kratkoročnih hartija. Krajem 2000. godine dolazi do stabilizacije monetarne sfere i banke tada otpočinju sa kreditiranjem privrede. Od početka reformi, a naročito pošto je Komisija za hartije od vrednosti počela aktivnije da nadzire kratkoročno tržište, obim i vrednost trgovanja komercijalnim zapisima je drastično opala. Paralelno sa tim, primetan je porast finansiranja preduzeća od strane banaka, kao i finansiranje drugim finansijskim instrumentima. Zbog negativne slike koju je stekao ovaj instrument tokom devedesetih godina, neophodno je da se razmotre dodatni mehanizmi uređenja ovog tržišta.

U Stavu sa pomenute Sednice Komisija je naglasila *"da su se stekli uslovi da se emituju hartije od vrednosti sa dužim rokom dospeća i eventualno promenljivom kamatnom stopom, jer to omogućavaju stabilni uslovi privredovanja i smanjenje stope inflacije. Produženje roka dospeća, samo po sebi, dopušta da se postupno pređe sa diskontne na kuponsku hartiju, koja bi mogla biti predmet regularnog trgovanja na berzi"*.¹ Međutim, komercijalni zapisi su kratkoročne hartije od vrednosti koje obično donose fiksni prihod, a s obzirom da se radi o kratkoročnom tržištu koje je manje podložno fluktuacijama, stopa prinosa se obično ne iskazuje kao

varijabilna. Priroda komercijalnog zapisa je upravo "diskont" a ne "kupon" (kamatonosni kuponi više karakterišu obveznice), kao i kratak rok koji se obično kreće oko 60-90 dana. Većina zapisa se na razvijenim finansijskim tržištima emituje sa rokom dospeća do tri meseca i zbog kratkog roka kupci ih obično drže do dospeća, tako da sekundarno tržište komercijalnih zapisa nije razvijeno. Sekundarno tržište komercijalnih zapisa nije razvijeno i zbog restriktivnog režima privatnih plasmana. I u zemljama u kojima je dozvoljena mogućnost kotiranja na organizovanom tržištu, zapisi se zapravo kotiraju prema dodeljenom rejtingu priznatih rejting agencija ili centralne banke. Stoga, sekundarnu trgovinu komercijalnim zapisima ne bi trebalo pre naglašavati, jer su ove hartije osnovni element strategije upravljanja portfolijom institucionalnih investitora.

Čini se da su zvaničnici u gore navedenom Stavu hteli da naglase da postoji potreba za emisijom obveznica. Dakle, umesto promene prirode kratkoročnih hartija, trebalo bi stimulisati primarno i sekundarno tržište obveznica. Praksa u nekim zemljama Centralne i Istočne Evrope, gde su obveznice u usponu, predstavlja dobar primer koji bi naša zemlja trebalo da sledi.² Stoga bi pažnju trebalo usmeriti ka dugoročnim korporativnim obveznicama koje su na našem tržištu zapostavljene, kao i državnim odnosno municipalnim obveznicama koje bi, čini se, prvo trebalo da se pojave i ohrabre investitore.

Srbija, kao i druge zemlje u razvoju, ima potrebu za velikim finansijskim sredstvima kojima bi se finansirali brojni infrastrukturni projekti. Municipalne obveznice su posebno interesantne investitorima jer su po pravilu oslobođene plaćanja državnih poreza, a nesumnjivo su interesantne investitorima koji imaju visoku osnovicu za oporezivanje i institucionalnim investitorima čija su ulaganja u rizične hartije ograničena te se stoga moraju orjentisati ka niskorizičnim hartijama. Važeći propisi ostavljaju mogućnost Republici, gradovima, opštinama, teritorijalnim jedinicama

¹ http://www.sec.sr.gov.yu/4_21.htm

² Neke uporedne primere videti u studiji: Jefferson Institute, *Tržište obveznica u Srbiji: izazovi regulative za efikasno tržište*, Jefferson Institute, Beograd, 2005.

da emituju municipalne obveznice. Dakle, zakonske mogućnosti za emisiju municipalnih obveznica u Srbiji postoje, ali nekoliko bitnih pravnih pretpostavki koje su u fokusu investitora nisu zadovoljene, na šta će biti posebno ukazano. Na ovom mestu bi ukratko trebalo ukazati na potrebu da se promeni poreski tretman municipalnih obveznica. Iako je porez na kapitalnu dobit u Srbiji smanjen, trebalo bi razmotriti ukidanje poreza na prihod na sve municipalne obveznice u Srbiji, što bi učinilo ove hartije privlačne investitorima, naročito institucionalnim i produbilo domaće finansijsko tržište.

Efikasno i brzo zapisivanje i sakupljanje duga, što je omogućeno postojecom berzanskom regulativom i posebno putem institucije Centralnog registra, trebalo bi da bude podstrek za brz razvoj primarnog i sekundarnog tržišta obveznica. Za efikasno domaće tržište novca i kapitala od velikog značaja je sekundarno tržište i organizovani promet dužničkih hartija od vrednosti.

Pitanje boniteta odnosno rejtinga dužničkih hartija od vrednosti nije od značaja samo za procenu investicija naročito od strane institucionalnih investitora, već i strukture portfolija koju nalažu prudencioni zahtevi. Rejting pruža ulagačima dodatnu mogućnost

procene boniteta emitenta i tako zapravo favorizuje emitente visokog rejtinga. Iako u mnogim zemljama ne postoji zakonska obaveza rejtinga dužničkih hartija od vrednosti, odnosno nije izričito naveden rejting kao preduslov za emisiju, praksa je da se ne prodaju hartije, naročito kratkoročne, koje nemaju odgovarajući rejting (one koje nisu rangirane u jednu od dve do tri prvoklasne kategorije). Isto tako, neke zemlje, kao što je npr. Francuska, prilikom registracije emisije uzimaju u obzir povoljni rejting ovlašćene renomirane rejting agencije ili rejting koji je dodelila berza, jer tako rangirane dužničke hartije oslobađaju emitente nekih formalnih postupaka.

Komisija za hartije od vrednosti je konstatovala nepostojanje rejting agencija na finansijskom tržištu i preporučila njihovo osnivanje uz poštovanje najviših međunarodnih standarda. Centralni registar u saradnji sa Centrom za bonitet NBS učinio je 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. Izveštaj o bonitetu govori o tome da li je preduzeće rentabilno, sigurno i likvidno; da visina sopstvenog kapitala odgovara (ili ne odgovara) riziku; o tome da li je politika raspodele posmatranog preduzeća u funkciji optimizacije tržišne vrednosti emitovanih hartija i preduzeća u celini, da li su indikatori rasta posmatranog preduzeća povoljni ili nepovoljni i dr.

Specifičnosti emisije dužničkih hartija od vrednosti i uloga banaka u postupku emisije i distribucije

Sistemi emisije dužničkih hartija od vrednosti razlikuju se s obzirom na ulogu regulatornog organa. Američko pravo stavlja naglasak na registraciju emisije, dok se u evropskim zemljama suštinski radi o odobrenju. (N. Jovanović (1998), s. 603-606) U oba sistema regulatorni organ ispituje tačnost i potpunost podataka u podnetoj dokumentaciji, a samo izuzetno komisija za hartije od vrednosti (ili drugi regulatorni organ) poseduje diskreciona ovlašćenja. Izuzete od obaveze registracije



pod restriktivnim uslovima mogu biti privatne emisije, emisije institucionalnim investitorima, emisije kratkoročnih hartija, male emisije i dr. Jedna od najbitnijih pretpostavki efikasnog tržišta obveznica, kao uostalom i akcija, je ustanovljenje odgovornosti emitenta i solidarno sa njim užeg ili šireg kruga lica za štetu od netačnih i nepotpunih informacija.

Plasman obveznica može biti kako direktan tako i indirektan. Direktan plasman predstavlja prodaju obveznica kupcima neposredo od strane emitenta, pri čemu on snosi rizik uspeha emisije. Jasno je da je ovaj način prisutan samo u praksi renomiranih privrednih subjekata i državnih hartija od vrednosti. Kod indirektnog plasmana emitent koristi usluge investicionih banaka i posrednika na tržištu kapitala. Posrednici po pravilu otkupljuju celu emisiju radi preprodaje putem mreže manjih dilera, a emitent zazvrat dobija određenu maržu. Indirektni plasman može biti kako dogovorni tako i konkurentni.

Metod konkurentskih ponuda (*competitive bidding*) predstavlja prodaju obveznica na javnoj aukciji. Ovaj metod moguć je ne samo kod prodaje korporativnih obveznica, već i državnih obveznica, kada državni organ ili organ lokalne samouprave angažuje finansijskog savetnika koji će pružiti neophodne savete u pogledu prodaje i prispelih ponuda i upravljati prodajom obveznica, a može se pojaviti i kao pokrovitelj emisije. Banke ili sindikat banaka razmatraju uslove iz emisije i dostavljaju ponude za kupovinu obveznica. Svaka banka nastoji da odredi cenu za kupovinu obveznica koja je dovoljno visoka da pobedi na aukciji, a sa druge strane dovoljno niska da bi ostvarila zaradu na prodaji hartija na tržištu. Emitent se opredeljuje za ponudu koja nosi najniže troškove za emitenta, a banka koja je odabrana snosiće rizik sama ili će ga podeliti sa članovima sindikata (naročito ako se radi o većim emisijama).

Funkciju pokrovitelja obavljaju i investicione i komercijalne banke. Funkcija pokrovitelja podrazumeva osnovne faze: priprema, pokroviteljstvo i distribucija. Priprema obuhvata pripremu dokumentacije i finansijskih izveštaja, početna planiranja i strukturu emisije obveznica. Pokroviteljstvo podrazumeva određivanje cene emisije, a

distribucija obuhvata kako formiranje sindikata tako i prodaju i trgovinu hartijama.

Metod pregovaranja (*negotiation*) nije zasnovan na prikupljanju ponuda, već emitent bira investicionu banku ili sindikat koji će biti pokrovitelj emisije, što je najčešće banka sa kojom poslovno saraduje. Jedna od razlika u odnosu na prvi metod je i to što kod ovog metoda emitent ne bira finansijskog savetnika, već sve poslove koje ovaj obavlja kod metoda konkurentskih ponuda u ovom slučaju radi pokrovitelj emisije.

Kod emisije korporativnih i državnih obveznica postoje dve vrste sindikata: jedna je zasnovana na nepodeljenom računu, a druga na podeljenom. Nepodeljeni račun znači da svaki član sindikata odgovara za prodaju određenog procenta emisije, a ukoliko ne uspe da svoj deo proda, ostali članovi su u obavezi da pomognu i prodaju hartije. Kod podeljenog računa, koji je ređi, članovi sindikata su odgovorni samo za svoj deo i nemaju obavezu prodaje neprodatog dela emisije drugih članova. Pokroviteljstvo emisije nije predmet regulisanja, već je to stvar dogovora emitenta i pokrovitelja koji međusobna prava i obaveze uređuju ugovorom.

Za razliku od emisije obveznica, gde postoji mogućnost preuzimanja emisije od strane investicionih banaka, emitent komercijalnih zapisa obično sam snosi rizik plasmana. Kada su u pitanju municipalne obveznice, čini se da je najbolji način za pokroviteljstvo u zemljama u tranziciji metod najbolje namere "*best effort*", pre nego otkup cele emisije. To bi smanjilo troškove emisije obveznica, ali ne bi bilo garancije da će se celokupna emisija prodati. Ovakva praksa ide u prilog bankama koji su na početku razvoja tržišta ovih hartija, koje je praćeno i većim rizikom, jer pritom ne bi morale da angažuju veći sopstveni kapital.

Emisija dužničkih hartija od vrednosti je serijskog tipa. Emisija komercijalnih zapisa po pravilu ima karakter kontinuirane serijske emisije zatvorenog tipa. U razvijenim finansijskim sistemima praksa je da se pravni subjekt koji želi da emituje komercijalni zapis obično prvo obraća banci koja je zainteresovana da ustanovi program emisije do dogovorenog maksimalnog iznosa duga. Ova banka potom imenuje određeni broj dilera koji će pronalaziti

zainteresovane kupce uz ugovorenu proviziju.

Municipalne obveznice se u zemljama u tranziciji ređe prodaju direktno investitorima, već se najčešće ide na javnu emisiju, koju emitenti vrše najčešće uz pomoć investicionih banaka. Iako je emisija municipalnih obveznica oslobođena obaveze registracije kod regulatornih organa, ona se ipak odvija po standardnoj proceduri koja prati i proces nove emisije korporativnih hartija od vrednosti: izbor investicione banke, oglašavanje, utvrđivanje cene emisije, formiranje sindikata potpisnika i prodaja. (S. Rakočević-Barjaktarović, s. 987-990)

Za razmatranje pravnih aspekata investicionog bankarstva bitno je da se razmotri priroda i osnovne vrste emisije hartija od vrednosti. Javna emisija postoji kada emitent javno nudi na prodaju zapise unapred neodređenom broju lica, tako da svako ko je ponuđen ima pravo da ih kupi pod istim uslovima. Svaka druga emisija je privatna. Dakle, privatna je emisija ona u kojoj emitent prodaje vrednosne papire bez javnog oglašavanja - ponuda ne sme da se čini dostupnom javnosti. (N. Jovanović, s. 97-101) Prema krugu ulagača koji mogu da kupuju hartije od vrednosti, razlikuju se otvorena i zatvorena emisija. Emitent u otvorenoj emisiji upućuje ponudu za prodaju hartija od vrednosti unapred neodređenom krugu lica, dok kod zatvorene emisije upućuje ponudu samo određenom krugu lica. Međutim, krug lica u zatvorenoj emisiji mora da bude naveden putem nekog opšteg svojstva ulagača, a ne pojedinačnim kriterijumima. Ukoliko se potencijalni ulagači pojedinačno nabrajaju, to bi moglo da predstavlja privatnu emisiju. (N. Jovanović, s. 123)

Javna emisija se predviđa kao pravilo, a privatna samo u određenim slučajevima. Privatne emisije podvrgnute su restriktivnijem režimu, kako bi se sprečilo da se kroz njih u stvari obavljaju javne emisije pod povoljnijim uslovima. Dakle, emisija dužničkih hartija od vrednosti može biti javna emisija zatvorenog tipa, ali i privatna emisija. U praksi razvijenih finansijskih tržišta, privatne emisije su češće ukoliko je u postupak distribucije uključen konzorcijum banaka ili brokersko-dilerskih kuća i ukoliko se radi o emitentima koji ne

emituju hartije prvi put.

Donošenju odluke o emisiji prethodi detaljna ekonomsko-finansijska analiza, u koju je uključena i ovlašćena revizorska kuća, kao i pravni *due dilligence*. Ukoliko je mišljenje pozitivno, pristupa se izradi prospekta čija je obavezna sadržina propisana imperativnim odredbama zakona i podzakonskih propisa. Nakon što regulatorno telo odobri emisiju, emitent može da objavi prospekt, kako bi vršio upis i uplatu obveznica. Emitent i ovlašćeno lice su solidarno odgovorni imaoocu obveznica ako pretrpi štetu zbog neistinitih podataka objavljenih u prospektu, ako su znali ili morali znati za neistinitost.

Svaka nova serija (tranša) dužničkih hartija može se emitovati pod nešto drugačijim uslovima, u skladu sa predviđenim programom emisije. Naime, u programu serijske emisije navode se osnovne karakteristike dužničkih instrumenata, ali je emitentu data sloboda da emituje ove hartije u tranšama u obimu koji mu odgovara i uz kamatnu stopu/diskont koji želi da ponudi ulagačima.

Serijska emisija je složen pravni posao koji se ogleda ne samo u zaključenju ugovora o prodaji sa svakim pojedinačnim ulagačem, na osnovu opšte ponude koju je emitent prethodno uputio javnosti (ili određenom krugu ulagača), već i u nizu drugih pravnih poslova koji se obavljaju u cilju prikupljanja kapitala (npr. investiciono savetovanje, preuzimanje emisije).

Emisija dužničkih hartija od vrednosti je u razvijenim zemljama veoma standardizovan postupak, usklađen sa preporukama i prema modelima ugovora profesionalnih udruženja kao što su *The Bond Markets Association, British Bankers' Association, International Capital Markets Association*. Prateću dokumentaciju obično čini sledeće: okvirni ugovor odnosno program kojim je određen pravni okvir prema kome će se hartije izdavati u tranšama, uslovi emisije i redosled; agencijski ugovor, ugovor o distribuciji, ugovor o investicionom savetovanju i dr. (R. Wood, s. 160-161; S. Kümpel, s. 1834; D. Adams, s. 226) Standardizovani ugovori tačno određuju uslove pod kojima se svaka tranša emituje, a svaku emisiju prati i skraćeni prospekt. Da bi se uspešno realizovalo prikupljanje sredstava u fazi pripreme emisije angažuje se investiciona banka (brokersko-dilersko društvo) a kada su u

pitanju veće emisije i sindikat potpisnika.

Emisije koje se obavljaju u nekoliko tranši ("kontinuirane" ili "revolving" emisije) prati program celokupne emisije. Ovaj program je predstavljen u tzv. okvirnom ugovoru, koji reguliše odnos između banke koja upravlja emisijom, dilera i emitenta. Smatra se da ovaj akt ne stvara obavezu emitenta da emituje kratkoročne vrednosnice. (D. Adams, s. 226) Okvirni ugovor između banke i finansijskih posrednika obično uređuje i organizovanje distribucije: navode se svi detalji oko emisije, a naročito ukupna suma, denominacija i uslovi emisije. Kontinuirana (stalna) emisija se potom vrši kroz nekoliko tranši, kada to najviše odgovara emitentu ili kada su najpovoljniji uslovi na tržištu novca. Ovim okvirnim ugovorom, a kasnije i ugovorom o organizovanju distribucije, investiciona banka koja upravlja emisijom (eventualno brokersko-dilersko društvo) se obavezuje da će osigurati distribuciju hartija preko imenovanih dilera. Potpisnici emisije, a naročito investiciona banka ili brokersko društvo koje je organizator distribucije, nastoje da minimizuju svoj rizik, što se ostvaruje unošenjem posebnih pozitivnih i negativnih zaštitnih klauzula u ugovor o organizovanju distribucije. U posebnom delu nabrojane su negativne zaštitne odredbe kojima se ograničavaju određene aktivnosti koje emitent može preduzimati (npr. zabrana emitovanja novih instrumenata duga), kao i pozitivne zaštitne odredbe koje se odnose na specifične aktivnosti koje emitent mora da preduzme.

U vezi sa napred iznetim, trebalo bi ukratko ukazati na potrebu za regulisanjem savetodavne aktivnosti banaka i odgovornost finansijskih posrednika u pogledu obima zaduženja i zakonitosti emisije. Banka kao finansijski savetnik emisije u svojoj zvaničnoj izjavi daje i *pravno mišljenje* o tome da li je emitent u mogućnosti da emituje dužničke hartije od vrednosti. Ukoliko je pokroviteljstvo u režimu pregovaranja, tj. nije zasnovano na prikupljanju

ponuda, već emitent bira pokrovitelja. Emitent ovde ne bira finansijskog savetnika već sve poslove obavlja pokrovitelj emisije, dakle za *pravno mišljenje* odgovoran je pokrovitelj emisije. Zbog velikog značaja pravnog mišljenja finansijskog savetnika, neophodno je da se otvori pitanje regulisanja savetodavne funkcije banaka, odnosno regulisanja obaveza i odgovornosti finansijskih savetnika na tržištu kapitala. Trebalo bi očekivati da se ovo pitanje postavi prilikom naredne revizije ili donošenja novog Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Obezbeđenje/garantovanje dužničkih hartija od vrednosti - nove poslovne mogućnosti banaka

Prema načinu obezbeđivanja otplate, obveznice se dele na hipotekarne, negarantovane i garantovane obveznice. U slučaju hipotekarnih obveznica, emitent zalaže svoju imovinu kao garanciju da će obaveze po osnovu obveznica biti isplaćene njihovim imiocima. Ukoliko se pokaže nesposobnim da izmiri obaveze, opterećena imovina će se prodati da bi se omogućila naplata potraživanja. Kod garantovanih obveznica isplatu o roku dospeća garantuje određeno pravno lice, najčešće komercijalna banka, ali i država ili njeni organi ukoliko se radi o projektima od javnog interesa. To znači da vlasnik obveznice može svoja potraživanja iz obveznice da naplati od banke ili drugog garanta ako emitent nema sredstava za isplatu svojih obaveza po osnovu obveznica.

Komercijalni zapisi obično nisu obezbeđene hartije od vrednosti, a sigurnost naplate počiva na visokom bonitetu emitenta. Finansijski



posrednici se u emisiji komercijalnih zapisa po pravilu ne obavezuju da će preuzeti na sebe rizik uspeha emisije ("meko" preuzimanje). U vreme kada su komercijalni zapisi bili veoma popularni na domaćem finansijskom tržištu, kao instrumenti obezbeđenja bili su korišćeni akceptni nalozi i menice, tako da su se u slučaju neizmirenja duga blokirali računi preduzeća. No, trebalo bi imati u vidu da mnoga preduzeća nisu ostvarivala prihode, tako da je značaj ovih oblika obezbeđenja bio relativan. Stoga bi trebalo ukazati na potrebu uvođenja novih instrumenata obezbeđenja, naročito bankarske garancije (na prvom mestu garancije na prvi poziv) i *stand-by* kreditnih aranžmana (kreditnih linija).

U praksi razvijenih tržišta kratkoročnih hartija, gde se investicione banke obično pojavljuju kao upravljači emisije, banke umesto "čvrstog" preuzimanja uglavnom obezbeđuju tzv. *back-up* ili *stand-by* kreditne linije kao garanciju za likvidnost emitenta. Na taj način konzorcijum banaka zapravo preuzima rizik ukoliko dileri ne uspeju da prodaju hartije. (S. Kümpel, s 1835-1837) Kod manjih preduzeća i onih koja se ranije nisu zaduživala putem komercijalnih zapisa, banka daje garanciju ili otvara kreditnu liniju čime ove hartije postaju obezbeđene.

Poseban oblik obezbeđenja karakteriše hartije od vrednosti koje se emituju u postupku sekjuritizacije potraživanja, odnosno strukturiranog finansiranja (*Asset-backed securities*). Uopšte, kada su u pitanju hartije od vrednosti obezbeđene aktivom, koje pominje Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja (objavljen januara 2008. godine), otvara se niz pravnih pitanja koje je neophodno rešiti kako bi se stimulisalo tržište ovih hartija.

Zakonom o hipoteci modernizovan je ovaj važni oblik obezbeđenja potraživanja, proširen je predmet hipoteke, osnaženo svojstvo ugovora o hipoteci kao izvršne isprave i, između ostalog, uvedena centralna evidencija hipoteka kao jedinstvena elektronska javna baza podataka. Ovaj zakon u čl. 20. reguliše ustupanje potraživanja obezbeđenog hipotekom na osnovu ugovora između poverioca i lica kome se potraživanje ustupa i predviđa da ugovor o prenosu hipoteke koji se zaključuje odvojeno od ustupanja potraživanja ne proizvodi pravno

dejstvo. Pored ove odredbe, pitanje ustupanja potraživanja u postupku sekjuritizacije kao matični zakon uređuje Zakon o obligacionim odnosima.

U pogledu prenosa potraživanja u postupku sekjuritizacije (oblik sekjuritizacije koji se naziva "sekjuritizacija sa prenosom potraživanja") Nacrt zakona o sekjuritizaciji omogućava da se na fond sekjuritizacije prenesu potraživanja, na osnovu čega će društvo za upravljanje fondovima sekjuritizacija moći da emituje dužničke hartije od vrednosti obezbeđene imovinom fonda. Čl. 5. Nacrta detaljnije predviđa koja potraživanja mogu biti predmet sekjuritizacije. U pogledu samog prenosa potraživanja, koja se prenose sa inicijatora na društvo za upravljanje na osnovu ugovora o cesiji, ugovora o prodaji potraživanja ili drugog ugovora, istovremeno sa prenosom potraživanja prenose se na društvo za upravljanje i sporedna prava i sredstva obezbeđenja, kao što su hipoteka, zaloga na pokretnim stvarima, pravo na kamatu, garancije i dr.

Shodno čl. 9. nacrta zakona, prenos potraživanja obezbeđenih hipotekom se vrši u skladu sa Zakonom o hipoteci, s tim što se u slučaju stečaja ili likvidacije inicijatora smatra da je pravno dejstvo prenosa nastupilo momentom podnošenja zahteva za upis promene hipotekarnog poverioca, što je neophodno kako bi se zaštitila prava ulagača u slučaju otvaranja stečaja nad jednom od strana učesnica u postupku sekjuritizacije. Nacrt zakona o sekjuritizaciji potraživanja, kao *lex specialis* u odnosu na propise iz materije građanskog i trgovinskog prava (na prvom mestu u odnosu na Zakon o obligacionim odnosima i Zakon o hipoteci), u čl. 12. predvideo je da za prenos potraživanja i obezbeđenja nije potreban pristanak dužnika, ali ovaj mora biti pismeno obavешten o tom prenosu najkasnije u roku od 15 dana od dana izvršenog prenosa. Dakle, Zakon o sekjuritizaciji potraživanja bi pojednostavio postupak prenosa potraživanja i obezbeđenja, ali ovaj zakon sa sobom nosi neka otvorena pitanja, na koja će kasnije biti ukazano.

Emisija prinostnih municipalnih obveznica je često garantovana, u smislu da osiguravajuća kompanija ili komercijalna banka garantuje isplatu glavnice i kamata u slučaju da emitent

nije u mogućnosti. Upravo je osiguranje municipalnih obveznica bio prvi garantovani finansijski instrument. Međutim, da bi domaće banke podržale emisiju municipalnih obveznica i izdale akreditiv ili opozivu/neopozivu kreditnu liniju, neophodno je da se ukaže na najbitniji pravni problem u pogledu raspolaganja i opterećenja imovine emitenta. Najvažniji pravni problem, kako sa stanovišta banaka kao pokrovitelja ili garanata, tako i potencijalnih ulagača, predstavlja činjenica da lokalna samouprava ne može samostalno da raspolaze svojom imovinom, već to umesto nje

čini država. Upravo je ova mogućnost veoma bitna prilikom formulisanja uslova emisije, jer investitori žele nizak rizik kome doprinosi mogućnost samostalnog odlučivanja lokalne uprave i mogućnost slobodnog zalaganja nepokretnosti i ostale imovine o čemu bi trebalo da odlučuju lokalne zajednice. Zbog toga je neophodno da se u vidu imaju propisi o osnovnim svojinsko-pravnim odnosima i državnoj svojini tj. državnoj imovini, kako bi se njihovim izmenama omogućilo opštinama da samostalno raspolaze svojom imovinom.

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

Srbija ima bankocentrični finansijski sistem: korporativni sektor najviše se oslanja na kredite banaka radi finansiranja ne samo razvojnih projekata već i tekućeg poslovanja. Podsticanje finansiranja privrednih subjekata i lokalne samouprave emisijom dužničkih hartija nikako ne bi značilo smanjivanje uloge banaka već bi, naprotiv, vodilo diversifikaciji bankarskog poslovanja. Ako bi jačanje tržišta dužničkih hartija od vrednosti delimično i izazvalo smanjenje uloge kreditnih poslova komercijalnih banaka, sasvim sigurno bi podstaklo niz bankarskih uslužnih poslova i tako povoljno uticalo na razvoj investicionog bankarstva u Srbiji. Reč je o domaćoj praksi dobro poznatim bankarskim poslovima (npr. bankarske garancije), ali i nizu novih uloga banaka kao što su finansijsko savetovanje, pokroviteljstvo emisije, distribucija hartija od vrednosti i sl.

Preduslovi za efikasno tržište dužničkih hartija od vrednosti nisu samo pravne prirode. Jedan od osnovnih preduslova za razvoj finansijskog tržišta naše zemlje je upravo volja i potencijal banaka da razviju poslove investicionog bankarstva. Trebalo bi očekivati da će visok stepen konkurencije na kreditnom tržištu uticati na razvoj investicionog bankarstva.

U ovom broju autor naročito razmatra funkcionalne preduslove za razvoj tržišta dužničkih hartija od vrednosti. Potrebno je očuvati osnovnu funkciju kratkoročnih hartija od vrednosti, ali i stimulisati emisiju i trgovanje korporativnih i municipalnih obveznica, kao i dugoročnih državnih hartija od vrednosti. Za razliku od ostalih privrednih subjekata, banke mogu emitovati dužničke hartije od vrednosti, ali i učestvovati u emisiji obavljajući razne funkcije. Obezbeđenje dužničkih hartija od vrednosti je takođe jedna od novih poslovnih mogućnosti domaćih banaka. Zbog toga je bilo potrebno razmotriti specifičnosti emisije dužničkih hartija od vrednosti i ulogu banaka u postupku emisije i distribucije, kao i odgovornost banaka u vezi sa ovim postupkom, naročito savetodavnu funkciju banaka kao finansijskih savetnika.

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

Abstract

Serbian financial system is bank-oriented: corporate sector mostly relies on bank credits for financing their development projects, as well as running business. Encouraging the financing of businesses and municipalities by issuing debt securities would not imply the lessening of the role of banks, but on the contrary, it would lead to diversification of the banking business. Even if strengthening of the debt securities market partially reduced the role of commercial banks' credit transactions, it would surely incite the whole range of banking services and therefore have a positive effect on the development of investment banking in Serbia. Those are banking services that are well known in the domestic practice (e. g. bank guarantee), but also the whole range of new services such as financial advice, underwriting, distribution of securities etc.

Preconditions for an effective debt securities market are not only of a legal nature. One of the main preconditions for the development of financial market in our country is exactly the will and potential of banks in developing investment banking. It may be expected that high degree of competition on the credit market would incite the development of investment banking.

In this issue, the author particularly focuses on functional preconditions for the development of debt securities. The main function of short-term securities should be preserved, whereas the issue and trading in corporate bonds and municipal bonds, as well as the long-term government securities, should be fostered. Contrary to other business subjects, banks may not only issue debt securities, but also perform various functions in the issuing process. That is why it was necessary to reveal the specific issues related to issuing debt securities, as well as the responsibility of banks, in particular the advisory role of banks as financial advisers.

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