

*Др Мирослав Витез,
професор Економског факултета, Суботица*

Имобилизоване и безпапирне хартије од вредности

Уводне напомене

У последње време, као резултат примене рачунарске технике у пословању привредних субјеката, појављују се нове тенденције и у области права хартија од вредности, од којих нашу пажњу привлаче оне, које се односе на нове врсте хартија од вредности, различите од класичних папирних хартија. Наиме, реч је о имобилизованим и безпапирним хартијама од вредности које у спољњем материјалном свету постоје само у облику записа у меморији рачунара - а не у облику папира или другог материјалног носача.

Оне су, с једне стране, настале као резултат одређених потреба у пословној пракси да се учини бржим, сигурнијим, економичнијим пословање хартијама од вредности, а с друге стране, довеле су до ревизије неких традиционалних схватања и правила о хартијама од вредности. Дирнуле су у "свету улогу" папира као класичног материјалног носача хартија од вредности и његову незаменљивост - а тиме релативизирале апсолутно дејство и значај начела инкорпорације и начела презентације код хартија од вредности. Наравно, уједно су отворила и бројна питања на која треба хитно дати одговоре. Истовремено су пред законодавца поставила сложене задатке да утврди правила, која неће ограничавати продор "новотарија" које доноси савремени техничко-технолошки развој у право хартија од вредности, већ обрнуто, стварати услове за њихово прихватање и афирмацију, али на линији заштите интереса учесника промета, јавних интереса и јачања правне сигурности уопште. У том светлу, објаснићемо неке аспекте нових врста хартија од вредности - тзв. имобилизованих и безпапирних хартија од вредности.

Наиме, с обзиром на критеријум материјалног облика (супстанце, носача), хартије од вредности можемо класификовати на: *папирне хартије, имобилизоване и безпапирне хартије од вредности*.

Атрибуте "*папирне*" и "*безпапирне*" хартије употребљавамо у ширем значењу: под "папирним" хартијама подразумевамо хартије које имају папирни али и сваки други материјални носач, док под "безпапирним" хартијама подразумевамо хартије које су изгубиле папирни и било који други материјални носач - и постоје само у облику уписа (у бестелесном облику) у меморији рачунара. Осим тога, ови термини су и контрастивнији у односу на термине *материјализоване* и *дематијализоване* хартије од вредности, јер се наслањају на називе који су у пракси уобичајени: "*хартије од вредности*" односно "*вредности папир*."

Папирне хартије од вредности

Папирне (скриптурне, документарне, материјализоване, материјалне, paper negotiable instruments) хартије од вредности су хартије издате у облику писмене исправе (папира, документа, скриптуре) у којој је инкорпорисано субјективно имовинско право. У савременим условима већина хартија од вредности има овај облик, док су раније све хартије хартије од вредности искључиво имале облик писмене исправе. Појам папирне хартије од вредности треба схватити у ширем смислу: то није само хартија у облику папира који служи као носач права, већ и хартија, чије право је "окачено" за сваки други телесни, материјални носач.

У неким правима (англосаксонском) не захтева се посебна форма за издавање хартије од вредности, тако да се она у ширем смислу разуме као одређени налог за исплату дужнику написан на одређеном материјалном носачу (папиру, камену, даски, текстилу, дискети, ЦД и др.).

Међутим, у савременим условима у упоредном праву ова тенденција "депапиризације" хартија од вредности све више се шири и прераста у процес њихове дематеријализације као резултат продора нових технологија у привредноправни промет.

Имобилизоване хартије од вредности

Имобилизоване *хартије од вредности* су папирне хартије од вредности предате у збирни депозит код банке, па су стога, привремено "непокретне", т.ј. непрометљиве, и које се могу даље преносити као безпапирне (дематијализоване) или као папирне хартије од вредности.

Предмет збирног депозита су заменљиве хартије од вредности. Заменљиве хартије су хартије исте врсте, емитоване од једног истог лица, у истој форми, и ако из њих настају иста права и обавезе за њихове учеснике. На пр. акције истог емитента, исте врсте, исте номиналне вредности. Заменљиве хартије банка може чувати и у самосталном (појединачном) депозиту.

Међутим, по правилу, у самосталном депозиту чувају се незаменљиве хартије од вредности, при чему је важно да се чувају одвојено од хартија осталих депоната, и да је банка - депозитар дужна вратити те исте хартије које је и примила.

Полагањем појединачних заменљивих хартија од вредности у збирни депозит, оне се од ствари - исправа - хартија претварају у одређену "*universitas iuris*" на којој депонент стиче удео у укупној вредности целокупног збирног депозита сразмеран збиру номиналних вредности хартија које је депоновао.

Дакле, у збирном депозиту увек се чувају заменљиве хартије од вредности и банка је дужна вратити заменљиву хартију, али никада ту исту хартију коју је у депозит примила. Међутим, заменљиве хартије могу се депоновати на рачун банке, при чему губе материјално својство и претварају се у одређену вредност уписану на рачуну банке.¹⁾ Дакле, преузимањем заменљивих хартија од вредности у збирни депозит и институт депозита "... се ипак ње "дематијеријализује" ипиме, ипим од депоа, односно збирног депоа, остипаје само депо рачун. Од депоа у коме се чувала исправа као материјални предмет, остипао је ипак у служби дематијеријализације хартија од вредности само број, назнака врсте, садржина права и њихов ипимилар."²⁾

Сматрамо, да су имобилизоване хартије од вредности - папирне хартије од вредности, по правилу, транзитно стављене у збирни депозит на путу ка њиховој потпуној дематијеријализацији посредством депо - рачуна. Наиме, имобилизована хартија од вредности није реално "опипљива" (папирна) хартија, јер је стављањем у збирни депозит и мешањем са другим заменљивим хартијама од вредности, њен материјални носач привремено суспендован, али није дефинитивно напуштен и још увек латентно присутан. Она није ни безпапирна - јер није у потпуности претворена у имагинарни рачуноводствени облик - упис на рачуну.

Код имобилизованих хартија од вредности, у начелу, депонент још увек има право опције: овлашћен је да од банке тражи враћање хартије од вредности у номиналном износу који одговара проценту његовог удела у укупном збирном депозиту, али не оне исте коју је депоновао, или ће прихватити њену дематијеријализацију конвертовањем папирног облика у безпапирни, т.ј. у одређени износ вредности уписан на рачун банке, те тражити да враћање, или пренос на треће лице, буду извршени плаћањем одговарајућег износа, између осталог, и на безготовински начин (задуживањем и одобравањем рачуна).³⁾

1. Више ВИЗНЕР, Б., Коментар Закона о обвезним (облигационим) односима, Загреб, 1978, књига ИВ, с.2860;
ВАСИЉЕВИЋ, М., Пословно право, Савремена администрација, Београд, 1997, с.703 - 704;
2. БАРТУЛОВИЋ, М., Правно-теоријска и практична проблематика дематијеријализације хартија од вредности, БЕРЗА, посебно издање, Београд, 1996, с.77;
3. О имобилизацији емитованих штампаних хартија од вредности види ЋУКИЋ, Ћ., ЗЕЧЕВИЋ, П., Утврђивање цена хартија од вредности и заштита инвеститора, БМГ, Београд, 1999, с. 51 и 57;

У упоредном праву постоје три правна режима имобилизованих хартија од вредности:

Први њравни режим их третира као дематеријализоване, уз могућност да се по захтеву имаоца хартије конвертују у папирне хартије од вредности.

Тако у праву Словачке и Чешке уговор о збирном депозиту хартија од вредности може као депонент закључити и емитент ових хартија. На хартије од вредности депоноване од стране емитента сходно ће се примењивати законске одредбе о дематеријализованим хартијама од вредности, уколико закон или уговор не одређују друкчије.

Ималац имобилизоване хартије од вредности, т.ј. хартије у збирном депозиту, има право да од емитента захтева, да му овај без сувишног одлагања преда хартију од вредности.⁴⁾

У другом њравном режиму, имобилизоване хартије од вредности остају у депозиту у непромењеном облику (материјалном), али се по захтеву депонента могу претворити у одређену вредност уписану у евиденцији депозитара и вратити - али и даље пренети - исплатом одговарајућег износа, т.ј. конвертовати - у дематеријализовану хартију од вредности.

Тако у нашем праву на основу чл. 1050. ст. 3. ЗОО депонент се може договорити са банком да се враћање хартије изврши плаћањем одговарајућег износа.

Ово је савремено правило које заједно са правилом из чл. 65. ст. 1. тач. 2. Закона о хартијама од вредности од 1995 о полуготовинској трговини хартијама од вредности - депоновањем хартија на депо-рачун и обрнуто, и у нашем праву омогућава организовање категорије *имобилизованих хартија од вредности*.

У трећем њравном режиму имобилизоване хартије од вредности се третирају као дематеријализоване без могућности њихове конверзије у папирне хартије.

У немачком праву код збирног депозита (*Sammeldepot*) у који се полажу замениве хартије од вредности, депонент губи своје власничко право и право на повраћај депонованих хартија од вредности. Остаје му само право да захтева њихову номиналну вредност.⁵⁾

Могућност постојања ове категорије хартија од вредности предвиђа и трговинско право САД.⁶⁾

Појмовни назив ових хартија у нашем праву није општеусвојен, за разлику од других земаља у којима се широко употребљава (на пр. Словачка, Чешка).⁷⁾

4. Види § 38 ст.3 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992 (Закон бр.600/1992 Зб. о хартијама од вредности са каснијим изменама и допунама од 1994);

Види § 38 ст.3 Закона о хартијама од вредности Чешке од 1992;

5. Види ВИЗНЕР,Б., оп. цит. ,с. 2863 - 2864.

6. Види члан 8-320. ст. (1) тач.ц. Уступ и залагање хартија у оквиру средишног депозитног система, Једнообразни трговачки законик Сједињених Америчких Држава од 1962.год., Институт за упоредно право, Београд,1966, с.325;

7. У § 38 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992 , као и у § 38 Закона о хартијама од вредности Чешке од 1992 говори се о "имобилизацији хартија од вредности", "имобилизованој хартији од вредности".

Разлози настанка имобилизованих хартија од вредности су бројни. Папирна хартија од вредности представља сама по себи одређену вредност. Постоје велики ризици у вези поседовања хартија од вредности (опасност од крађе, злоупотреба и др.). Такође и трошкови њиховог чувања, који могу бити велики, јер за то треба имати одговарајуће, често и велике - затворене просторе (сеф, благајну), друге услове (систем обезбеђења, закључено осигурање против бројних ризика итд.), нарочито ако је у питању већа количина хартија, која може бити чак и огромна, ако су у питању на пр. акције, широки портфељ хартија од вредности и др. Трошкови настају и у вези остваривања права из хартија од вредности (права на дивиденду, права на камату, права на отплату главнице и друга права и правне радње) и односе се на услуге стручног особља, услуге банака, радње суда и др.

Сви ти разлози утицали су на појаву одређених привредних стручњака - посебних организација, најчешће банака (али и разних облика установе "*clearing house*"), које су се специјализовале, осим осталог, и за пружање услуга чувања хартија од вредности, њихово "сервисирање", које са бољом и прикладнијом опремом, потпунијом услугом, ширећи круг својих комитената, а и због међусобне конкуренције, доприносе смањењу ових трошкова, повећању квалитета, стручности и безбедности ових услуга.

На тај начин, путем уговора о депоновању хартија од вредности у облику тзв. збирног депозита, створено је правно стање да хартију од вредности држи и њоме управља неко - ко није ни њен ималац (поверилац) а ни њен емитент (дужник).

Полагањем хартије од вредности у депозит банке, остваривање њених функција постаје отежано. Због тога, разлози депоновања могу доћи у раскорак са разлозима њене циркулације. Напр. да би се обавио неки посао са хартијом, морала би се из депозита подићи а након посла - поново у депозит предати од стране новог имаоца. Наравно, таквим наизменичним подизањем и полагањем хартије у депозит а тиме и променом њених ималаца, довела би се у питање оправданост и рационалност депозита, јер би хартија била више у промету, него ван њега, т.ј. у депозиту.

Интересантан је троугаони однос: депонент у вези депонованих хартија има посебну исправу - уговор или посебну потврду, која може имати особине хартије од вредности, на основу којих има одређена права према депозитару; депозитар мора водити тачну евиденцију о хартији, те извршавати одређене налоге, односно обавезе у вези хартије; а нови ималац - потенцијални купац хартије има интерес да оствари исти правни положај као претходни ималац - продавац хартије.

Исходишно решење намеће се само по себи: хартија ће остати да "лежи" у депозиту, диспозиције са њом биће симболичне - "*ex scriptura*" и вршиће их депозитар одговарајућим уписима (задуживањем односно одобравањем рачуна) у својој евиденцији по налозима продавца и купца, који, опет, неће развијати активности у вези преноса хартије (њену предају односно пријем) "*in naturam*", већ ће својим налозима депозитару иницирати и одређивати основ и облик располагања хартијом путем уписа у његовој евиденцији (продаја, залога).

Резултат оваквог стања огледа се у чињеници, да хартија од вредности у материјалном погледу није у промету, већ се само њена номинална вредност "промеће" т.ј. преноси са претходног на новог имаоца права и то одговарајућим уписима банке - депозитара у својој књиговодственој евиденцији. Следећи корак на путу ка потпуној дематеријализацији имобилизованих хартија од вредности била би забрана њиховог поновног претварања у папирни облик. Наиме, код имобилизоване хартије од вредности - ова радња још увек је дозвољена и представља основну демаркациону линију која раздваја ову хартију од дематеријализоване, безпапирне хартије од вредности.

Као што смо то већ истакли, у нашем праву допушта се могућност емитовања имобилизованих хартија од вредности.

До овог закључка може се доћи на основу анализе раније поменутих чл.1050. ЗОО и чл.65. ст.1. тач.2. Закона о хартијама од вредности од 1995.

Наиме, у члану 1050. ст. 3. ЗОО у вези уговора о депоновању хартија од вредности закљученог између банке и депонента хартија од вредности, утврђује се:

"Предмет њиховог враћања су саме хартије од вредности, уколико између уговорних страна није договорено да враћање може бити извршено плаћањем одговарајућег износа."

То значи, да је банка првенствено дужна да врати хартије које је примила у депозит, с тим да код збирног депозита то не морају бити баш те исте хартије које је примила, већ исте по врсти, номиналној вредности, од истог емитента, ако су у питању заменљиве хартије.

На ово правило које има карактер општег правила надовезују се одредбе чл.65. ст.1. тач.2. савезног Закона о хартијама од 1995 у којима се утврђује:

"Трговина хартијама од вредности може бити:

1)...

2) *полуготовинска - депоновање хартија од вредности на депо - рачун и обрнуто;*"

Наиме, уколико је у питању пренос хартија између субјеката овлашћених да обављају непосредно или посредно преко берзанских посредника трговину хартијама од вредности, онда овај пренос може имати и полуготовински облик, када се хартије од вредности депонују на депо-рачун, претварајући се из папирног у безпапирни облик, т.ј. у одређену вредност на рачуну и обрнуто - када се са овог рачуна враћају и то претварајући се, поново, из нематеријалног (само вредносног, рачуноводног) облика у облик папирни, материјални.

Ове одредбе имају карактер посебног правила о имобилизованим хартијама од вредности и значе даљу конкретизацију општег правила из чл.1050. ст.3. ЗОО. У њима се ближе не одређује депозитар хартија од вредности, нити се говори о *"плаћању одговарајућег износа"* уместо враћања хартија *"in naturam"*, већ једноставно о депоновању хартије на депо рачун, т.ј. њеном претварању у скриптурно-вредносни (рачуноводствени) облик и обрнуто - о поновном њеном враћању у папирни облик, што представља законску основу за могућност организовања пре-

лазних, привремених, транзитних безпапирних хартија од вредности у облику *и́зв. имоби́лизованих хартија од вредности* - на њиховом путу ка потпуној дематеријализацији, или на повратном путу - ка њиховој материјализацији поновним претварањем у папирне хартије од вредности.

Безпапирне хартије од вредности

Безпапирне (демати́еријализоване, имати́еријалне, укњижене, "електронске", paperless negotiable instruments) хартије од вредности су хартије код којих је право одвојено од његовог материјалног носача и постоји у облику уписа у меморији рачунара.

За разлику од папирне хартије, где је право повезано са материјалним носачем, и која настаје непосредном активношћу емитента, безпапирна хартија од вредности такође представља писани акт али унет у законом одређену евиденцију од стране субјекта који ову евиденцију води, на основу налога емитента или од њега овлашћеног лица. По правилу, под евиденцијом одређеном у закону подразумева се евиденција коју води у закону одређена установа:

- на рачунима власника и
- у регистру издавалаца хартија од вредности.

Својство дематеријализованости хартије не одређује, аутономно, њен издавалац - већ законодавац. Наиме, због правне сигурности, нужно је да се у закону одреде хартије од вредности које се могу емитовати у дематеријализованом облику.

Тако у § 1 ст. 4 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992.г. утврђује се да безпапирне хартије од вредности могу бити следеће хартије: акције, привремене акције, удеонички листови (код инвестиционих предузећа), обвезнице, сертификати о депозиту, депозитни листови и благајничке упутнице, инвестициони купони, купони и друге хартије које као хартије од вредности одреди посебни закон.

Међутим у § 1 ст. 4 Закона о хартијама од вредности Чешке од 1992.г. круг ових хартија се сужава и утврђује се да као безпапирне хартије могу бити следеће хартије: акције, удеонички листови (код инвестиционих предузећа), обвезнице, инвестициони купони и друге хартије од вредности одређене другим законом.

У неким земљама све хартије од вредности на основу закона обавезно имају дематеријализовани облик (Француска, Пољска), док су у широкој употреби у бројним земљама (Немачка, САД, Данска, Норвешка и др.) а у неким земљама (Мађарска) све хартије од вредности на основу закона имају облик папирних хартија од вредности.

Већ само појмовно одређење ове врсте хартије од вредности садржи у себи одређени *contradictio in objecto*: говори се о "хартији" од вредности - која то, заправо, и није, већ је у питању одређена фикција која полази од тога папирнати носач права постоји - а он, у ствари, у материјалном погледу не постоји, већ фигу-

рира као одређена забелешка у меморији рачунара. Назив "хартија од вредности" задржан је због тога што је у пословној пракси уобичајен.

За хартије од вредности у класичном смислу карактеристично је, да је код њих право утеловљено у папир и да се право користи, преноси - заједно са поседом папира. Ко има папир, има могућност да реализује право из њега. Право се преноси на другог имаоца - преносом папира. Такође, право се губи - губитком, уништењем папира. Хартије од вредности, код којих је својство инкорпорисаности максимално развијено - називају се *ајсолујине хартије од вредности*. У савременом промету ове хартије од вредности често носе и атрибут "исправе јавног поверења", јер учесницима промета пружају високи степен правне сигурности.⁸⁾ Веза између права и папира код њих је *аутохџиона и нераскидива*. Међу ове хартије спадају меница, чек, обвезница и др.

Међутим, јачина везе између права и папира није истог степена интензитета код свих хартија од вредности, нити се код њих на њеном поштовању тврдокорно, апсолутно до краја инсистира.

Наиме, постоје хартије од вредности код којих је право настало, али и постоји изван њиховог папира - напр. коносман, преносиви товарни лист, акције. То су *релативне (деклараторне) хартије од вредности*.

Напр. у нашем праву код акционарског друштва, акционар има одређена права и обавезе према акционарском друштву независно од чињенице да ли поседује акције, јер у смислу чл. 222. ст.2. Закона о предузећима од 1996 друштво издаје (штампа) акције само ако је то предвиђено статутом и на захтев акционара на његов трошак. А то значи - да се акције и не морају издати (штампати) - а да акционар ипак на основу уписаног и уплаћеног улога и одређене евиденције о томе, остварује своја права у друштву (права на учешће у управљању, учешће у добити и део ликвидационе масе), односно испуњава своје обавезе (уплате или уношења улога, и друге тзв. посебне обавезе).

Такође, на основу чл. 232. ст. 2. истог Закона, код акција на име као акционар у односу према акционарском друштву сматра се онај ко је као акционар уписан у књигу акционара.

С тим у вези у чл. 20. ст. 1. Закона о хартијама од вредности од 1995 утврђује се да емитент може уместо штампања акција, издати потврду која садржи елементе утврђене овим законом за плашт акције. У овом Закону истоветно правило се утврђује и код обвезница (члан 41. Закона), код благајничког, комерцијалног, односно државног записа (члан 49. закона).

У чл. 9. истог Закона утврђује се да права и обавезе из хартије од вредности настају:

- предајом хартије од вредности, односно
- уручењем потврде, ако се хартија од вредности не штампа.

8. Види АНТОНИЈЕВИЋ,З., Послови платног промета, Финансијски студио, Београд,1970, с. 98;

Анализом наведених правила може се закључити, да се хартија од вредности не мора, по сваку цену, штампати, т.ј. издати у облику прописане писмене исправе, већ може имати и облик *појиврде или уписа у евиденцију*. Додуше, хартија од вредности и даље у овим случајевима има одређени папирни носач ("потврду"), али то је ипак корак даље од строгог правила о писмености (формалности) хартија од вредности. Када се томе дода, критеријум овере ове потврде од стране банке, код које њен издавалац има депо-рачун, који се сматра посебним рачуном код банке, која је регистрована за обављање депо-послова сагласно савезном закону (ст.3. и ст.4. члана 20. истог Закона), те се надовеже на одредбе чл. 65. ст. 1. тач. 2 и тач. 3 истог Закона, које се односе на полуготовински и безготовински пренос хартија од вредности, онда је јасно, да је и у нашем праву креирана законска основа, додуше врло скромна и недовољна, за емитовање дематеријализованих хартија од вредности. А то значи - хартија од вредности код којих право постоји изван папира, односно обрнуто - не постоји папир а постоји право.

Установа амортизације хартија од вредности (на име и по наредби) такође представља одступање од строгости у примени начела инкорпорације код хартија од вредности. Из разлога правичности, правне сигурности, изузетно и у ограниченом обиму, допушта се "реконструкција" садржине изгубљене, уништене хартије у посебном судском поступку - и тиме омогућава њеном последњем имаоцу да, ипак, оствари право из ње - иако не поседује њен папирни носач, јер овај више не постоји.

И ова установа представља корак даље на путу до сазнања да хартија од вредности не мора по сваку цену имати папирни облик.

Пракса и право створили су исходишно решење: уместо подизања и преноса хартије, она ће остати да "лежи" у депозиту, а банка - депозитар ће издати имаоцу хартије одређену потврду о хартији. Дакле, уместо хартије, овај ће имати папирну потврду - извод из банчине евиденције.

Међутим, он ће ипак бити и даље овлашћен хартију од вредности преносити, и упркос чињеници, да је у својим рукама више не држи. А банка, ће као одређени "књиговођа" уписивати (књижити) ове промене на рачунима учесника ових послова. Наравно, ако би се депоненту ускратило право да депоновану хартију поново конвертује у папирни облик, које право код имобилизованих хартија од вредности постоји, њено "развлашћивање" од доминације папира било би потпуно.

Ка дематеријализацији хартије од вредности требало је учинити још један потез: замислити се, да ли је целисходно, онда, хартију од вредности уопште штампати и излагати се трошковима и ризицима, да би се употребила само једном - приликом њеног полагања у депозит.⁹⁾

И тако је настала идеја, да се уместо хартије од вредности у папирном облику, употреби хартија од вредности без папирног, али и било каквог другог материјалног омотача (главног или помоћног, као у случају потврде) - егзистирајућа само у

9. DĚDIČ,J.,PAULY,J.,Cenné papíry, Prospektrum, Praha,1994, c.89;

евиденцији банке - депозитара у облику одређене забелешке - уписа у меморији њеног рачунарског система, т.ј. **безпапирна, дематеријализована, иматеријална, укњижена, "електронска" хартија од вредности**. Код ње у материјалном облику постоје само докази о постојању дематеријализоване хартије од вредности (налози, изводи из рачуна, потврде и др.) иако и они могу бити у безпапирном облику.

Наравно, за дематеријализацију хартија од вредности неопходно је испунити одређене претпоставке:

Прво, треба располагати са развијеном рачунарском мрежом привредних субјеката као *conditio sine qua non* за емитовање и циркулацију ових хартија, са одговарајућом правном инфраструктуром која ће обезбеђивати правну сигурност њиховог преноса (уређивање електронског налога за плаћање, прихвата налога, његовог опозива, измене, утврђивање и отклањање грешака приликом преноса средстава, заштита против преварних радњи, системи заштите електронског преноса и др.);¹⁰⁾

Друго, остварити одређени степен развијености тржишне привреде, нарочито институција финансијског тржишта;

Треће, донети одговарајућу законску регулативу у којој би се, по узору на право земаља са развијеном тржишном привредом, право Европске уније, изворе међународног привредног права, са нивоа савезне државе поновно уредила целокупна материја хартија од вредности у светлу најновијих тенденција у упоредном праву.

О могућности дематеријализације појединих хартија с обзиром на њихову природу, постоје два схватања.

По једном схватању, дематеријализација хартија од вредности детерминисана је и њиховом природом.

Тако проф. ЈАНКОВЕЦ је мишљења да се само хартије на име могу дематеријализовати, а не и хартије по наредби и на доносиоца, код којих је нужно постојање саме исправе.¹¹⁾

Међутим, ни све хартије на име не могу се, за сада, дематеријализовати, док се у праву, с обзиром на могућности рачунарске технике, не формулишу адекватна и прихватљива решења.

Напр. меница, чек, преносиви товарни листови (у железничком, друмском, ваздушном превозу), коносман, складишница, јер се заснивају на начелу инкорпорације и презентације.

10. Види ВИЛУС, Ј., Електронско плаћање - нови вид извршења обавезе дужника, ПРАВО, привредно право и привредни развој, Нови Сад, 1996, с. 44-56;

11. Види ЈАНКОВЕЦ, И., Бездокументарне хартије од вредности, ПРАВО, привредно право и привредни развој, Н. Сад, 1996, с. 66;

БАРТУЛОВИЋ заступа супротно становиште, т.ј. да се не само хартије на име, по наредби већ и на доносиоца могу дематеријализовати БАРТУЛОВИЋ, М., оп. цит., с. 125-131;

Другачији приступ је, да овај аспект дематеријализације хартија треба да реши законодавац и то императивним правилом у виду затворене клаузуле са таксативним набрајањем хартија које се могу дематеријализовати, при чему је ирелевантан начин одређивања имаоца права код њих. Другим речима, ако се конкретна хартија налази у кругу хартија, код којих се допушта могућност дематеријализације на основу закона, онда је ирелевантна чињеница да ли гласи на име, по наредби или на доносиоца.¹²⁾

У нашем праву законску основу за издавање дематеријализованих хартија од вредности представља већ цитирани члан 1050. став 3. ЗОО који се односи на тзв. збирни депозит хартија од вредности, а у коме се допушта, да се враћање хартије може извршити плаћањем одговарајућег износа. Одредбе овог члана имају карактер општег правила за издавање ових хартија од вредности.

На овај члан, као полазну основу, надовезује се цитирано посебно правило из чл.65. ст.1. тач.3. Закона о хартијама од вредности од 1995 у коме се утврђује да трговина хартијама од вредности може бити и безготовинска - преношењем хартија од вредности с продавца на купца, задуживањем и одобравањем њихових депо-рачуна односно преношењем са депо - рачуна даваоца залоге на депо - рачун примаоца залоге, ако је у питању залагање хартија. Такође и члан 66., те члан 67. Закона о хартијама од вредности од 1995 у којима се уређује "технологија" преноса безпапирних хартија од вредности:

Наиме, банка на овим депо рачунима евидентира прилив и одлив депонованих хартија од вредности и за сваку промену на њима, дужна је да изда извод са назначењем салда и преда га власнику рачуна на начин утврђен уговором.

Пренос дематеријализованих хартија врши се налогом власника рачуна, који је и основ за промену салда на њему. Трговина хартијама остварује се издавањем налога о задужењу једног рачуна и налога о одобрењу другог рачуна којима се хартије од вредности преносе при продаји или њиховом залагању.

С тим у вези можемо констатовати, да се сматра, да је ова хартија емитована у тренутку када је извршен одговарајући упис у евиденцији хартија од вредности. До промена у погледу личности имаоца хартије и саме хартије, долази, такође, на бази уписа тих промена у овој евиденцији.

Због тога, има доста разлога за тврдњу да су ови уписи у евиденцију хартија од вредности - *конститутивни* а у погледу тренутка настанка обавезе из дематеријализоване хартије - да је усвојена *теорија емисије*.

У вези дематеријализованих хартија од вредности постављају се и друга питања. Једно од њих односи се на могућност конверзије безпапирне хартије у папирну хартију од вредности и обрнуто.

О конверзији папирне хартије од вредности у безпапирну хартију и обрнуто, одлуку доноси емитент. Своју одлуку у овом смислу дужан је без одлагања доста-

12. Овај приступ је усвојен у праву Словачке и Чешке. Види § 1 ст. 4 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992 и § 1 ст. 4 Закона о хартијама од вредности Чешке од 1992;

вити депозитару, затим објавити у службеном јавном гласилу и средству јавног информисања у коме се објављују берзански извештаји.¹³⁾

Неке дилеме односе се и на организатора ове евиденције. Наиме, поставља се питање, који субјект води евиденцију безпапирних хартија од вредности - да ли сам издавалац, или ималац хартије или неко треће лице?

Ако је треће лице овлашћено да ову евиденцију води, поставља се принципијелно питање, да ли ову евиденцију може водити само једно или и више трећих лица? А затим - да ли једно или више лица је овлашћено да води евиденцију само неких хартија или свих хартија емитованих у једној земљи?

С тим у вези, у начелу, постоје две концепције о облику организовања евиденције безпапирних хартија од вредности:

а. децентрализовани систем евиденције хартија од вредности и

б. централизовани систем евиденције хартија од вредности.

а. Децентрализовани систем евиденције безпапирних хартија од вредности је старијег датума, и у њему евиденцију емитованих безпапирних хартија од вредности води сваки емитент за себе и за сваку емисију хартија, које је издао. Емитент уписује у евиденцију не само податке о хартијама конкретне емисије, већ и податке о имаоцима хартија. Такође, на основу евиденције издаје извод, који има правну природу доказа да је одређено лице ималац хартије. С обзиром да у једној земљи може постојати велики број емитената хартија од вредности, стога може постојати и мноштво евиденција о емисијама ових хартија. Због тога овај систем евиденције има атрибут *децентрализовани*. Овај систем може имати више варијанти.

Затим, међу субјекте овлашћене да воде евиденцију безпапирних хартија од вредности, могле би се сврстати берзе и ванберзанска тржишта.

б. Централизовани систем евиденције безпапирних хартија од вредности је једноставнији, сигурнији, савременији. Настао је као резултат дигитализације промета хартија од вредности. Он се заснива на односу између стручњака - депозитара који води евиденцију безпапирних хартија од вредности и ималаца хартија од вредности. У евиденцију уписују се све промене које се односе на хартију и њене имаоце.

Код овог система евиденције, на нивоу једне земље постоји један стручњак-депозитар у чијој евиденцији су обједињене све емитоване безпапирне хартије у земљи, те промене у вези њих и њихових ималаца. С обзиром да је у питању обједињена евиденција за све безпапирне хартије од вредности бројних емитената и централисана на једном месту код једне институције - депозитара, овај систем назива се *централизовани систем евиденције безпапирних хартија од вредности*.¹⁴⁾

Институција која води овај систем евиденције у упоредном праву, најчешће, назива се *централни депо*.¹⁵⁾ Њему се поверавају послови вођења регистра емитената и хартија од вредности, рачуна, обезбеђења извршења обавеза по хартијама, салдирања закључених послова у вези хартија и постоји у праву многих земаља:

13. Види § 9 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992 и § 9 Закона о хартијама од вредности Чешке од 1992;

Француске, Холандије, Италије, Белгије, Луксембурга, Немачке, Швајцарске, Грчке, Енглеске, Шведске, Словеније, Словачке, Чешке итд.¹⁶⁾

Концепцију централизованог система евиденције хартија од вредности, барем у погледу акција издатих у процесу приватизације, требало би усвојити и у нашем праву.

Закључна разматрања

С обзиром да у нашем праву, осим наведених основних правила наговештавајућег домашаја, не постоји одговарајућа регулација имобилизованих а ни безнапирних хартија од вредности, ни одговори на нека основна питања у вези са овим хартијама нису једноставни. Напр. да ли се имобилизација мора односити на целу емисију хартија или само на појединачне хартије, да ли се хартија може имобилисати само у тренутку њене емисије или и касније и др. Исто тако, и у погледу безнапирних хартија дилеме су бројне. Поменимо само неке: да ли ће све хартије моћи да буду дематеријализоване, да ли ће се усвојити законски систем одређивања безнапирних хартија од вредности, да ли ће евиденција ових хартија бити централизована једнополна или централизована једнополна асиметрична са више организационих делова и др.

У том смислу у новом законодавству о хартијама од вредности и финансијском тржишту неопходно је редефинисати и реинтерпретирати постојећа и креирати нова правила о хартијама од вредности, берзама и другим облицима тржишта хартија од вредности у складу са захтевима и потребама развоја наше привреде и савременим тенденцијама из међународног привредног права.

14. Више МИЋОВИЋ, М., Централни депо за хартије од вредности, Право и привреда, Београд, бр. 5-8/98, с. 588-589;
ЦВИЈЕТИЋАНИН, Д., Регистри права, акција и акционара и финансијско тржиште, Право и привреда, Београд, бр. 5-8/98, с. 593;
ELIÁŠ, K. a kol., Kurs obchodního práva, Obchodní závazky, Cenné papíry, C.H. Beck, Praha, 1996, с. 411-412;
DÍDÍČ, J., PAULY, J., оп. цит., с. 90-96;
MAREK у оквиру JIRKUVOVÁ, М., MAREK, K., TOMÍČKOVÁ, S., Banky, bankovní služby, burza, Iuridica Brunensia, Brno, 1995, с. 201-202;
У Словачкој воде се дискусије да се напусти једнополни централизовани систем евиденције безнапирних хартија од вредности. Види чланак "Берзу хартија од вредности и Центар за хартије од вредности у СР очекују у будућности промене", Дневник "СМЕ", Братислава, од 7 - 9. IX. 1999, с. 17;
15. У правној теорији Словачке и Чешке ова институција назива се *SCP (Stredisko cenných papierov)* - Центар за хартије од вредности. ELIÁŠ, K. a kol., оп. цит. с. 411; KRYL, T., So chcete vidit o cenných papírech, Linde, Praha, 1995, с. 8-9; У праву назива се само "Стредиско" - Центар. Види § 55 Закона о хартијама од вредности Словачке од 1992 и § 55 Закона о хартијама од вредности Чешке;
16. МИЋОВИЋ, М., оп. цит., с. 590-592;