***Мр Татјана Јованић***
***асистент, Правни факултет Универзитета у Београду***

# Неколико препорука за унапређење пословања са комерцијалним записима

## Резиме

*Комерцијални запис је краткорочна хартија од вредности коју најчешће емитују небанкарски субјекти комерцијалног карактера. Ова хартија од вредности користи се као алатка за савлађивање привремених проблема са ликвидношћу емитента и финансирања текућег пословања. Аутор је у овом тексту кратко изнео схватање о правној природи комерцијалног записа, чији је основ сопствена меница, али се од исте и разликује по специфичним особинама. Ова хартија од вредности била је злоупотребљена у инфлаторним деведесетим, када је служила као средство средњорочног кредита. Комисија за хартије од вредности је 2003. године направила прекретницу, појачала надзор над тржиштем краткорочних хартија а тиме и дисциплину међу учесницима. Ово тржиште је сада веома ликвидно. Међутим, јавност и даље памти ову вредносницу по њеној улози у 90им годинама. Аутор је полазећи од неких решења из упоредног права изнео неколико препорука за унапређење пословања са комерцијалним записима.*

***Кључне речи****: комерцијални запис, серијске монетарне хартије од вредности.*

## 1. Увод

Краткорочно финансирање текућих потреба и несклада у токовима готовине предузећа могу остварити на два начина: директно - емисијом комерцијалних записа или краткорочних обвезница предузећа или индиректно - узимањем кредита од пословних банака. Емисија комерцијалних записа је једноставнија и јефтинија од емисије других вредносница, а повољнија је и у односу на задуживање код банака.

Комерцијални записи су обележили домаће берзанско тржиште деведесетих година као доминантни финансијски инструмент. Њима се интензивно трговало на Београдској берзи читаву деценију, када је играо улогу средњорочног кредита. Ситуација на домаћем тржишту измењена је 2003. године, када је Комисија за хартије од вредности отпочела активно вршење надзора над овим тржиштем. Због негативне слике коју је стекао овај инструмент током деведесетих година, неопходно је да се размотре додатни механизми уређења овог тржишта. Нека од могућих решења преузета из упоредног права изнета су у овом раду.

## 2. Серијске монетарне хартије од вредности

Тржиште краткорочних хартија од вредности је део новчаног тржишта. Тржиште новца је ужи појам јер обухвата места организованог сусрета понуде и тражње краткорочних финансијских инструмената, пре свега краткорочних хартија од вредности и жиралног новца.[1)] Због трговања вредносницама великих номиналних вредности ово тржиште није приступачно појединцима.[2)] Новчано тржиште обично се назива тржиштем краткорочних хартија од вредности. Требало би имати у виду да при његовом одређењу не треба полазити само од критеријума рочности, с обзиром да јасна линија између средњорочних и краткорочних вредносница није јасно одређена.

Краткорочне хартије од вредности понекад се називају монетарним хартијама од вредности, управо због карактера новчаног тржишта. Ову групу чине платнопрометне хартије (нпр. менице, чекови) и серијске краткорочне хартије од вредности. Поред тога, инструментима новчаног тржишта сматрају се и жирални новац као и репо послови.

Серијска емисија постоји када емитент једном понудом продаје читаву серију вредносница исте класе. Емисија серијских монетарних хартија од вредности уређена је сложенијим правилима у односу на издавање појединачне новчане хартије (нпр. чек). Најважније серијске краткорочне хартије од вредности тржишта новца су: краткорочне обвезнице, комерцијални и благајнички записи, записи државне благајне, државне обвезнице, цертификати о депозитима и евродоларски цертификати. Монетарне серијске хартије могу се класификовати према типу издаваоца па тако постоје државне, банкарске и комерцијалне монетарне хартије од вредно-

1. Ж. Ристић, *Тржиште новца – теорија и пракса*, Привредни преглед, Београд, 1990, с. 23.
2. Z. Bodie, A. Kane, M. Marcus, J. Alan, *Investments,* 6th Edition, McGraw Hill, Irwin, 2004, с. 32.

сти. У оквиру Европског система централних банака користи се израз 'краткорочни запис' (*short-term paper*) као генеричко име за краткорочне хартије са роком доспећа до две године које емитују финансијске, нефинансијске институције као и локални органи власти, али не и државе.[3)]

Дужничке хартије од вредности су у нашем праву дефинисане као "обвезнице и друге хартије од вредности издате у серији које имаоцу дају право на исплату номиналне вредности или номиналне вредности са каматом, као и друга права".[4)] Без обзира на разлике у емитентима и рочност, серијске монетарне хартије од вредности имају следећа заједничка обележја:[5)] обично се емитују у оквиру континуиране емисије; могу бити емитоване у различитим износима, до максималне вредности емисије предвиђене у програму (њихова номинална вредност обично је у заокруженом износу); могу се емитовати и у другим валутама, па и више валута; емитују се са фиксним роком доспећа; откупљиве су хартије, што значи да их емитент може откупити пре доспелости. Принос код цертификата о депозиту и краткорочних обвезница обично се одређује фиксирањем за неку базну каматну стопу, док се комерцијални записи продају уз дисконт; њима се обично не тргује на берзи.

На овом месту корисно би било указати на француску доктрину и законодавство које познаје поделу дужничких хартија од вредности на дугорочне дужничке инструменте (*titres de créances à long terme*) и преносиве краткорочне хартије од вредности, краткорочне (под извесним условима и средњорочне) (*titres de créances négociables)*.[6)] Француско право има најразвијенију регулативу краткорочних хартија од вредности, што је директно утицало да управо француско тржиште ових хартија буде најразвијеније и најликвиднije у Европи. Монетарне хартије од вредности су уведене у француско право Законом бр. 85-1321 из 1985. године, у доба велике реформе француског финансијског система. Држава је настојала да поред званичног међубанкарског новчаног тржишта оформи и мешовито тржиште између тржишта новца и тржишта капитала. Правни оквир ових инструмената је претрпео неколико измена и кодификован је у Финансијском и монетарном законику, а поред тога прати га и низ декрета као и одлука Централне банке. [7)]

3. European Central Bank, *The Euro Money Market*, Frankfurt am Main, 2001. Да би охрабрила европске емитенте, Европска централна банка је на предлог банкарских удружења отпочела рад на стварању јединственог регулаторног оквира за краткорочне хартије од вредности. Очекује се да ће у овој години бити донета Конвенција о краткорочним хартијама која ће дефинисати критеријуме који се односе на емитенте, програм емисије, својства и права из хартије, потупак дистрибуције као и информисање улагача. ACI/ EFMLG, *The Information Memorandum for short-term European Paper*, Frankfurt am Main, March 2004.
4. Чл. 13.2. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.
5. F. Auckenthaler, *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J., 2004, c. 60-61.
6. F. Auckenthaler, op. cit., c. 57-65; T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2001, c.149-153; H. de Vauplane, J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, c. 663-668.

## 3. Правна природа комерцијалних записа и неке специфичности емисије и трговања

Комерцијални запис (енгл. *Commercial Paper*, нем. *kurzfristige Schuldtitel*, франц. *Billets de Trésorerie*, итал. *cambiale finanziaria*) је краткорочна вредносница чији се емитент обавезује да ће имаоцу исплатити номинални износ у означеном року. По својој правној природи најближи су краткорочној промисорној ноти, тј. краткорочној сопственој меници. Промисорна нота је неопозиво писмено обећање којим се емитент обавезује да плати по наредби или у тачно одређеном будућем моменту одређену суму имаоцу хартије или трећем лицу по његовој наредби. У теорији има мишљења да је комерцијални запис сопствена меница предузећа са фиксним роком доспећа и јасно одређеним износом.[8)] Комерцијални записи би евентуално могли да се дефинишу као промисорне ноте које се емитују у серији, и то континуирано. Међутим, у правној теорији англосаксонских земаља, где су и настали, комерцијални записи не сматрају се промисорном нотом. Упркос великој сличности, као аргумент се истиче чињеница да их финансијски учесници не доживљавају као платнопрометне хартије.[9)] Наиме, емисија комерцијалних записа није толико једноставна као емисија платнопрометних хартија: обухвата неколико различитих радњи и уређена је знатно строжијим правилима.

У низу покушаја дефинисања комерцијалних записа у правној теорији издвојила бих одређење комерцијалног записа као "краткорочне, по правилу необезбеђене исправе о дугу, коју емитују небанкарски субјекти високог бонитета, у великим деноминацијама и уз дисконт, а у оквиру временски одређеног револвинг програма".[10)]

Комерцијални записи слични су благајничким записима, а основна разлика је у погледу емитената. Благајничке записе по правилу емитују само банке (пословне и Централна банка), евентуално и друге финансијске институције. Испољавају и одређену сличност са цертификатима о депозиту, али се разликују по томе што је основ за емисију цертификата уговор о банкарском ороченом новчаном депозиту и што се цертификати обично представљају купонске хартије. Комерцијални записи имају велику сличност са краткорочним обвезницама које се називају 'средњорочне ноте' (*medium term notes- MTNs*) које се такође емитују у континуираним емисијама. Ове хартије у себи имају обележја новчаног, кредитног и тржишта ка-

7. Code Monétaire et financier (чл. L.213-1 до L. 213-4); Loi n°85-1321 du 14 décembre 1985; Loi n° 91-716 du 26 juillet 1991; Loi de la sécurité financière du 1er août 2003; Décret n°92-117 du 13 février 1992; Décret n°94-848 du 27 septembre 1994; Décret n°98-1316 du 31 décembre 1998 ; L'arrêté du ministre de l'Economie du 13 décembre 1998, Règlement CRBF n°98-08 du 7 décembre 1998.
8. В. Бјелица, *Банкарство, Теорија и Пракса*, Будућност, Нови Сад, 2001, с. 300; M. Stigum, *The Money Market*, Third edition, New York, London, McGraw Hill, 1990, с. 48.
9. R. Goode, *Commercial Law*, Penguin Books, 1995, с. 622, 629.
10. S. Kümpel, *Bank-und-Kapitalmarktrecht*, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, Köln, 2004, с. 1833.

питала.[11] Посредством ових хартија се врши прикупљање средстава која се из каткорочних претварају у дугорочна.[12]

Реч 'средњорочне' је донекле збуњујућа јер њихова рочност варира од једног месеца па чак и до 30 година. Није погрешно рећи да по питању њихове правне природе готово и нема разлике између средњорочних нота и обвезница.[13] У економској литератури о корпоративним дужничким инструментима, корпоративна обвезница је дужничка хартија од вредности са роком доспећа од преко пет година, док се нотом сматра хартија чији рок не прелази пет година,[14] односно три године.[15] Ипак, чини се да су ове хартије заправо обвезнице велике номиналне вредности које се емитују у вишесеријским емисијама и чија је номинална вредност велика.[16]

Требало би истаћи да је у последње време веома актуелно емитовање тзв. АВ-СР записа (*Asset-Backed Commercial Paper*) обезбеђених комерцијалних записа који се емитују у поступку секјуритизације и тиме представљају инструменте 'структуираног' финансирања.

Емисија комерцијалних записа има карактер континуиране серијске емисије затвореног типа. Ради бољег разумевања, на овом месту требало би направити осврт на правну природу и основне врсте емисије хартија од вредности. Јавна емисија постоји када емитент јавно нуди на продају записе унапред неодређеном броју лица, тако да свако ко је понуђен има право да их купи под истим условима. Свака друга емисија је приватна. Дакле, приватна је емисија она у којој емитент продаје вредносне папире без јавног оглашавања – понуда не сме да се чини доступном јавности. [17] Према кругу улагача који могу да купују хартије од вредности, разликују се отворена и затворена емисија. Емитент у отвореној емисији упућује понуду за продају хартија од вредности унапред неодређеном кругу лица, док код затворене емисије упућује понуду само одређеном кругу лица. Међутим, круг лица у затвореној емисији мора да буде наведен путем неког општег својства улагача, а не појединачним критеријумима. Уколико се потенцијални улагачи појединачно набрајају, то би могло да представља приватну емисију.[18]

Јавна емисија се предвиђа као правило, а приватна само у одређеним случајевима. Приватне емисије подвргнуте су рестриктивнијем режиму, како би се спречило да се кроз њих уствари обављају јавне емисије под повољнијим условима.

11. S. Kümpel, op. cit., c. 1837.
12. Б. Васиљевић, *Основи финансијског тржишта*, Београд, 1997, с.141.
13. Allen & Overy LLP, *Euro Medium Term Note and other Debt Instrument Programmes*, London, May 1993, c. 1. Краткорочне необезбеђене хартије се називају 'ноте', а дугорочне необезбеђене 'дебентуре'. Д. Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, Научна књига, Београд, 1997, с. 118.
14. S. Johnson, *Bond Evaluation, Selection and Management*, Blackwell Publishing, 2004, c. 110.
15. D. Adams, *Corporate Finance: Banking and Capital Markets*, Jordans, 2003, c. 222.
16. D. Adams, op. cit., c. 226.
17. Н. Јовановић, Емисија вредносних папира – правна разматрања, Грмеч, Београд, с. 97-101.
18. Н. Јовановић, *изнад,* с. 123.

Дакле, емисија комерцијалних записа може бити јавна емисија затвореног типа, али и приватна емисија. У пракси развијених финансијских тржишта, приватне емисије су чешће уколико је у поступак дистрибуције укључен конзорцијум банака или брокерско-дилерских кућа и уколико се ради о емитентима који не емитују хартије први пут.

Свака нова серија (транша) може се емитовати под нешто другачијим условима, у складу са предвиђеним програмом емисије. Наиме, у програму серијске емисије наводе се основне карактеристике краткорочних инструмената, али је емитенту дата слобода да емитује ове хартије у траншама у обиму који му одговара и уз каматну стопу/дисконт који жели да понуди улагачима.

## 4. Домаће тржиште краткорочних хартија до 2003. године и после

Комерцијални записи су били основни предмет трговања на Београдској берзи читаву деценију. Неуредно враћање кредита и немогућност реализације средстава обезбеђења кредита пооштравали су услове кредитирања у инфлаторним деведесетим годинама. Строги услови за одобрење кредита привреди чинили су да краткорочне хартије од вредности буду доминантан извор финансирања предузећа све до пре неколико година.[19] Њихов краткорочни карактер био је врло изражен јер су рокови ретко прелазили месец дана. Пракса неврађања дугова продубила је неповерење на тржишту па се кредитни ризик повећао.[20] Због великог ризика, каматне стопе су понекад достизале и 14% на месечном нивоу.

Кроз поступак регистрације краткорочних хартија од вредности и контроле извештаја о пословању, као и непосредном контролом берзанских посредника, Комисија за хартије од вредности је утврдила да је домаће тржиште комерцијалних записа било неликвидно и нетранспарентно. У Ставу са 3. Седнице петог сазива одржане 24. марта 2003. године, Комисија за хартије од вредности је истакла недостатке домаћег тржишта краткорочних инструмената. На првом месту, запажено је да су неки емитенти далеко премашили сопствене потенцијале задуживања, а вредност емитованих записа је у неким случајевима премашивала вредност њиховог основног капитала и то вишеструко. Иако је сврха револвинг емисије да се откупом једне транше (серије) креће са емитовањем наредне, уочено је да су се домаћи емитенти вишеструко задуживали у року доспећа једне хартије. Наиме, многи емитенти су средства за измирење доспелих обавеза по хартијама обезбеђивали емитовањем нових краткорочних хартија што је створило зачарани круг. Највећи део пословања одвијао се ван берзе, уз релативно високе брокерске провизије. Берзански посредници често нису предочавали улагачима финансијско стање емитента.

19. М. Штимац, Ј. Баџа, "*Берзе и берзанско пословање*", Билтен Г17 Института, октобар-новембар 2003, с. 7.
20. П. Јовановић, *Анатомија корупције*, Transparency International Serbia, Београд, 2001.

Комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште је на поменутој Седници донела Став о краткорочним хартијама од вредности којим су појашњене обавезе емитента у поступку регистрације краткорочних хартија. Крајем 2000. године долази до стабилизације монетарне сфере и банке тада полако крећу са кредитирањем привреде. Од почетка реформи, а нарочито пошто је Комисија за хартије од вредности почела активније да надзире краткорочно тржиште, обим и вредност трговања комерцијалним записима су у паду. Проценат наплате комерцијалних записа које су некада биле веома ризичан инструмент сада прелази 95%. Паралелно, приметан је пораст финансирања предузећа од стране банака као и финансирање другим финансијским инструментима.

## 5. Како даље унапредити пословање са комерцијалним записима? Неколико препорука

Прикупљање капитала емисијом хартија од вредности је у модерним тржишним привредама под контролом државе. Једна од мера контроле емисије је прописивање услова за обављање емисије. Комерцијални записи су највише подвргнути јавноправној регулативи у земљама романског правног система, које се традиционално ослањају на државни интервенционизам. Даље у тексту биће направљен осврт на нека карактеристична решења из упоредног права, нарочито из земаља романског правног система.[21)]

### 5.1. Не мењати природу и суштину комерцијалног записа

Пошто је активним надзором успела да стабилизује краткорочно тржиште, Комисија за хартије од вредности је у поменутом Ставу скренула пажњу емитентима и финансијским посредницима *"да су се стекли услови да се емитују хартије од вредности са дужим роком доспећа и евентуално променљивом каматном стопом, јер то омогућавају стабилни услови привређивања и смањење стопе инфлације. Продужење рока доспећа, само по себи, допушта да се поступно пређе са дисконтне на купонску хартију, која би могла бити предмет регуларног трговања на берзи. (подвукао аутор)* "[22)]

Прва препорука односи се управо на горе цитирано саопштење Комисије за хартије од вредности. Као што је напред наведено, комерцијални записи су краткорочне хартије од вредности који обично доносе фиксан приход (разлика између номиналне вредности и вредности по којој емитент продаје записе). Њихова цена формира се према реперној каматној стопи и представља разлику дисконтног приноса комерцијалног записа и реперне стопе. С обзиром да се ради о краткорочном

21. Италија: *Banca d'Italia: Instruzioni di vigilanza per le banche, 229/ 21. 4. 1999;* Белгија: Loi relative aux billets de trésoriere et aux certificats de dépôt, 1991.; Португал: Декрет-Закон No. 69/ 2004 од 25 марта 2004.
22. http://www.sec.sr.gov.yu/4_21.htm

тржишту које је мање подложно флуктулацијама, стопа приноса се обично не исказује као варијабилна. Чињеница да је стопа инфлације много мања него средином деведесетих година не би требало да служи као аргумент за увођење "променљивих каматних стопа", већ напротив да подржи фиксан принос. Природа комерцијалног записа је управо 'дисконт' а не 'купон', као и кратак рок који се обично креће око 60-90 дана. Каматоносни купони више карактеришу обвезнице. Чини се да су званичници хтели да нагласе да постоји потреба за емисијом обвезница. Дакле, пажњу би требало усмерити ка дугорочним обвезницама фирми које су запостављене. Уместо промене природе краткорочних хартија, требало би стимулисати примарно и секундарно тржиште обвезница. Пракса у неким земљама Централне и Источне Европе где су обвезнице у успону представља добар пример који би наша земља требало да следи. Ефикасно и брзо записивање и сакупљање дуга, као што је омогућено новом берзанском регулативом и посебно путем институције Централног регистра, требало би да буде подстрек за брз развој примарног и секундарног тржишта обвезница.[23)]

### 5.2. Примарно тржиште би требало да буде од примарног значаја, а секундарно од секундарног значаја

Званичници истичу да би за домаће тржиште новца од великог значаја било формирање секундарног тржишта на којем би се одвијао организовани промет краткорочних хартија од вредности оних емитената који задовољавају услове бонитета као гаранције за стабилно функционисање тржишта новца. У горе наведеном ставу Комисија је, чини се, изразила своју наклоност према секундарном тржишту комерцијалних записа.

У складу са природом комерцијалних записа као краткорочних инструмената који доносе фиксан приход и чија цена не варира толико као цена обвезница, одмах би требало истаћи да секундарно тржиште комерцијалних записа није развијено. Штавише, оно није развијено и због рестриктивног режима приватних пласмана.Ове хартије, процентуално учешћу на домаћим берзама, највише се котирају на берзама у Луксембургу, Цириху, Франкфурту као и берзама источноазијских земаља. У Француској је дозвољена могућност да се котирају на берзи,[24)] међутим записи се заправо котирају сходно додељеном рејтингу у бази Banque de France која је доступна на њеној Интернет презентацији.

Већина записа се на развијеним финансијским тржиштима емитује са роком доспећа до три месеца и због кратког рока купци их обично држе до доспећа, тако да секундарно тржиште комерцијалних записа није развијено. Дакле, могућност секундарне трговине комерцијалним записима не би требало пренаглашавати. Када се у нашој земљи појаве институције колективног инвестирања, ове хартије ће

23. Jefferson Institute, *Тржиште обвезница у Србији: изазови регулативе за ефикасно тржиште*, Jefferson Institute, Београд, 2005.
24. Чл. L 213-1 Финансијског и монетарног законика.

бити део стратегије управљања не само портфолиом већ и ризиком (*risk management*). Инвестициони, пензиони фондови и осигуравајуће организације су у свету подвргнути пруденцијалним стандардима одржања ликвидности, па се ове институције појављују као купци краткорочних хартија у затвореним емисијама.

Као што је већ истакнуто, емисија комерцијалних записа најчешће има карактер континуиране серијске емисије затвореног типа. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената предвидео је обавезну јавну понуду хартија од вредности на организованом тржишту (чл. 52.), али је предвидео као изузетак од ове обавезе да се дужничким хартијама од вредности може трговати ван берзе уколико се понуда врши без јавног оглашавања, као и у случајевима када су уговорне стране професионални улагачи или држава, као и Народна банка Србије (чл. 53). Продавац хартија је дужан да о трговини обавести берзу на којој су ове хартије примљене на листинг или на слободно берзанско тржиште. Није јасно да ли Берза мора бити обавештена о емисији сваке поједине серије у оквиру програма емисије. Заправо, није јасно да ли је законодавац овим настојао да створи својеврсни монопол Берзе. Претпостављамо да је циљ обавештавања Берзе обезбеђење транспарентности пословања, али би онда требало поставити и питање осталих механизама обезбеђења транспарентности пословања.

### 5.3. Листинг на Београдској берзи представља квази-рејтинг, али би требало размишљати у правцу увођења професионалног рејтинга

Рејтинг пружа улагачима додатну могућност процене бонитета емитента. У неким земљама постоји законска обавеза рејтинга. И у оним земљама у којима нема законске обавезе, рејтинг се уводи као важна алатка управљања ризицима сходно препорукама Базелског комитета при Банци за међународна плаћања. Питање бонитета односно рејтинга краткорочних хартија није од значаја само за процену инвестиција од стране институционалних инвеститора, већ и структуре портфолија коју налажу пруденциони захтеви.

Рејтинг фаворизује емитенте високог рејтинга, што даље указује на чињеницу да је основни начин за прибављање средстава за предузећа са нижим рејтингом банкарски кредит. С обзиром да се комерцијални записи обично емитују у траншама, поставља се питање да ли се рејтинг односи на сваку поједину траншу или на целу 'глобалну' емисију. Рејтинг се по правилу односи на све транше, јер зависи од бонитета емитента.[25] У случају неуредног измирења обавеза их претходних транши, ипак може доћи до промене рејтинга.

Комисија је констатовала непостојање рејтинг агенција на финансијском тржишту и препоручила њихово оснивање уз поштовање највиших међународних стандарда. У међувремену, Централни регистар у сарадњи са Центром за бонитет НБС чини доступним податке о емисијама краткорочних хартија од вредности

25. Специфичност су АВСР програми, чији рејтинг зависи од могућности фонда специјалне намене да на време измирује обавезе.

свих емитената, њиховом правном и економском положају, као и показатељима о могућности задуживања, односно о степену ликвидности и финансијске стабилности. Центар за бонитет НБС утврђује бонитет у складу са Методологијом за утврђивање података и показатеља о бонитету правних лица. Мишљење о бонитету говори о томе да ли је предузеће рентабилно, сигурно и ликвидно; да је предузеће способно за прилагођавање, да висина сопственог капитала одговара (или не одговара) ризику, да ли је политика расподеле посматраног предузећа у функцији оптимизације тржишне вредности акција и предузећа у целини, да ли су индикатори раста посматраног предузећа повољни или неповољни. Ово мишљење Центра има карактер оцене бонитета, али не представља рејтинг јер се њиме не даје квалификација категорије (нпр. рејтинг А, Б, и сл.), па је поређење са осталим предузећима и њиховим хартијама отежано.

Краткорочним хартијама од вредности тргује се на Београдској берзи од 1991. године. За краткорочне хартије од вредности формиране су посебне листе: листа А и листа Б. Краткорочним хартијама од вредности, које не задовољавају критеријуме за пријем на листе, тргује се у оквиру слободног ванберзанског трговања. Комисија за листинг одлучујући о пријему на листинг врши квази-рејтинг комерцијалних записа у две категорије о којима ће бити речи после осврта на функцију рејтинга на развијеним тржиштима.

У земљи у којој је пословање комерцијалним записима највише развијено, САД, иако не постоји законска обавеза рејтинга пракса је да се не продају записи који немају рејтинг једне од најпознатијих агенција за кредитни рејтинг: Moody's Investors Services, Standard and Poor's или Fitch. Штавише, америчка Комисија за хартије од вредности и у затвореним емисијама инсистира на записима првокласног квалитета који су рангирани у једну од две врхунске категорије. Америчко право пружа и занимљив пример посредног рејтинга. Комисија за хартије од вредности је још 1961. године истакла да су рангирани записи они записи које би Одбор федералних резерви био вољан да дисконтује.[26)]

У Француској емитенти који су добили рејтинг од неке признате рејтинг агенције (а то су оне које су на листи Banque de France) уживају повољнији третман приликом регистрације, јер подносе централној банци само скраћени проспект, док они који то немају подносе централној банци финансијске извештаје и осталу прописану документацију.[27)] Француско право признаје квази-рејтинг берзи, с обзиром да од обавезе подношења извештаја о рејтингу ослобађа потенцијалне емитенте комерцијалних записа чије се акције или обвезнице котирају на берзи.

Правилником о листингу и котацији Београдске берзе утврђени су критеријуми за листинг А и Б, чиме берза на посредан начин врши рангирање према кредитном рејтингу. Краткорочне хартије од вредности могу бити примљене на листинг Берзе уколико испуњавају услове минимума ликвидности хартије од вредно-

26. Случај *Sanders* v. *John Neuveen & Co*. из 1972. Вид. T.Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 5th Edition, Volume I, Thomson West, 2005, с. 354-358.
27. Чл. 8-12 Декрета бр. 92-137..

сти и које су прецизиране Правилником о листингу и котацији. Сходно члану 17. и 18. Правилника, Комисија за листинг одлучује о стављању хартије од вредности на берзанско тржиште водећи рачуна, између осталог, о вредности издатих хартија, њиховом броју у промету, дужини и резултату пословања издаваоца, висини капитала издаваоца, показатељима који указују на солвентност и ликвидност издаваоца и другим критеријумима прописаним Правилником Берзе о листингу и котацији од јула 2005.

### 5.4. Требало би стандардизовати уговоре који прате емисију и пратећу документацију ради лакшег обављања емисије

Серијска емисија је сложен правни посао који се огледа не само у закључењу уговора о продаји са сваким појединачним улагачем, на основу опште понуде коју је емитент претходно упутио јавности (или одређеном кругу улагача), већ и у низу других правних послова који се обављају у циљу прикупљања капитала (нпр. инвестиционо саветовање, преузимање емисије).

Емисија краткорочних вредносница је у развијеним земљама веома стандардизован процес. Да би се успешно реализовало прикупљање средстава у фази припреме емисије ангажује се инвестициона банка (брокерско-дилерско друштво), а када су у питању веће емисије и синдикат потписника. Емисије које се обављају у неколико транши (могу се условно назвати 'континуиране емисије', жреволвинг емисије' или др.) прати програм целокупне емисије. Овај програм представља тзв. оквирни уговор (нем. *Rahmenvereinbarung)* најчешће између банке која управља емисијом, дилера и емтитента, на основу којег емитент стиче право али не и обавезу да емитује хартије до висине која је означена у самом програму. Сматра се да не постоји обавеза емитента који закључи овај уговор да емитује краткорочне вредноснице.[28)] Оквирни уговор обично уређује и организовање дистрибуције. У погледу дистрибуције хартија наводе се сви детаљи око емисије, а нарочито укупна сума, деноминација и услови емисије. Континуирана (стална) емисија се потом врши кроз неколико транши, када то највише одговара емитенту или када су најповољнији услови на тржишту новца. Овим уговором се инвестициона банка која управља емисијом (евентуално брокерско-дилерско друштво) обавезује да ће осигурати дистрибуцију хартија преко именованих дилера. Но, за разлику од емисије обвезница, где постоји могућност преузимања емисије од стране инвестиционих банака, емитент монетарних хартија обично сам сноси ризик пласмана. Потписници емисије, а нарочито инвестициона банка или брокерско друштво које је организатор дистрибуције, настоје да минимизују свој ризик, што се остварује посебних позитивних и негативних заштитних клаузула у уговор о организовању дистрибуције. У посебном делу набројане су негативне заштитне одредбе којима се ограничавају одређене активности које емитент може предузимати (нпр. забрана емито-

28. Адамс, нав. дело, с. 226; Kümpel, нав. дело, с. 1834.

вања нових инструмената дуга), као и позитивне заштитне одредбе које се односе на специфичне активности које емитент мора да предузме.

Већина ових програма, нарочито када су у питању евро-комерцијални записа, је високо стандардизована, у складу са препорукама и према моделима уговора професионалних удружења као што су The Bond Markets Association, British Bankers Association, International Capital Markets Association. Типична документација обухвата следеће уговоре: оквирни уговор односно програм којим је одређен правни оквир према коме ће се хартије издавати у траншама, услови емисије и редослед, агенцијски уговор, уговор о дистрибуцији, уговор о инвестиционом саветовању и др.[29] Стандардизовани уговори тачно одређују услове под којима се свака транша емитује, а сваку емисију прати и скраћени проспект.

Проспект, обрасци за регистрацију и финансијски извештаји код нас су, наравно, стандардизовани, као и документација која се подноси Београдској берзи ради листинга. Но, било би од користи када би професионална удружења (банака, брокера) препоручила стандардизоване уговоре о организовању дистрибуције и сличне пратеће уговоре.

### 5.5. Уместо менице и акцептног налога (или барем упоредо) требало би увести нове инструменте обезбеђења, на првом месту кредитне линије и гаранције

Комерцијални записи обично нису обезбеђене хартије од вредности, а сигурност наплате почива на високом бонитету емитента. Већ је наглашено да се финансијски посредници у емисији комерцијалних записа по правилу не обавезују да ће преузети на себе ризик успеха емисије ('меко' преузимање). У пракси развијених тржишта краткорочних хартија, где се инвестиционе банке обично појављују као управљачи емисије, банке уместо 'чврстог' преузимања углавном обезбеђују тзв. *back-up* или *stand-by* кредитне линије као гаранцију за ликвидност емитента. На тај начин конзорцијум банака заправо преузима ризик уколико дилери не успеју да продају хартије. [30]

Код мањих предузећа и оних која се раније нису задуживала путем комерцијалних записа, банка даје гаранцију или отвара кредитну линију чиме ове хартије постају обезбеђене (*Credit-Supported Commercial Paper*). Посебан облик обезбеђења представљају комерцијални записи који се емитују у поступку секјуритизације (претварања финансијске или неке друге активе у хартије од вредности) тзв. *AB-CP*.

У време када су комерцијални записи били веома популарни на домаћем финансијском тржишту, као инструменти обезбеђења били су коришћени акцептни налози и менице, тако да су се у случају неизмирења дуга блокирали рачуни преду-

29. P. Wood, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, Sweet & Maxwell, 1995, с. 160-161; S. Kümpel, op. cit., с.1836-1837; Adams, op. cit., с. 226.
30. S. Kümpel, op. cit., с. 1835, 1837.

зећа. Но, требало би имати у виду да многа предузећа нису остваривала приходе, тако да је значај ових облика обезбеђења био релативан. Стога би требало указати на потребу увођења нових инструмената обезбеђења, нарочито банкарске гаранције (на првом месту гаранције на први позив) и *stand-by* кредитних аранжмана (кредитних линија).

### 5.6. Требало би јасније одредити ко може бити емитент и које би услове емитент требало да испуни да би могао да емитује комерцијалне записе

Услови у погледу емитента на првом месту тичу се врсте емитента који може да емитује одређене хартије. Према ужем схватању, које доминира у већини земаља Европе, правни субјект који у своје име емитује хартије мора бити правно лице, што је предвиђено и у нашем праву (чл. 8. ЗТХВ). Емисија хартија од вредности чији је издавалац држава, локални орган власти, државне агенције или централна банка уређује се на другачији начин у односу на банкарске и комерцијалне дужничке инструменте. У погледу дужничких хартија од вредности појављује се више разлика у односу на емисију корпоративних хартија, јер облигационе хартије може емитовати већи круг привредних правних лица. Домаћим прописима није тачно одређено ко може да емитује комерцијалне записе. У пракси се сматра се да су то они субјекти који не емитују благајничке записе, дакле, привредни небанкарски сектор.

Упоредно посматрано, комерцијалне записе најчешће емитују предузећа са високим рејтингом, али га могу емитовати и мала и средња предузећа (што је нарочито случај у Италији). Међутим, у великом броју земаља више се готово и не прави разлика између благајничких записа банака и комерцијалних записа предузећа, с обзиром да имају идентичну функцију краткорочног кредитног средства.[31)] У пракси развијених земаља комерцијалне записе могу емитовати и банке и остале финансијске институције, међу којима се нарочито истичу финансијске компаније које оснивају предузећа у циљу кредитирања купаца.[32)]

Пример широког круга емитената је Француска где комерцијалне записе може да емитује предузеће "индустријског или комерцијалног карактера", инвестициона компанија, задруга и јавно предузеће, фондови специјалне намене (у поступку секјуритизације), а од 2001. године ове хартије могу да емитују и локални органи власти и холдинг компаније и још неки субјекти. Португалски Закон о комерцијалном запису наводи да овај инструмент могу емитовати предузећа, финансијске институције, задруге, јавна предузећа и друга правна лица, али не и физичка лица.[33)] Тенденција проширења круга емитената приметна је и на нивоу ЕУ. Наиме, предлог Конвенције о краткорочним хартијама предвидео је да емитенти могу бити буду предузећа, кредитно-депозитне и друге финансијске институције, фондови

31. Велике корпорације, али често и банке и штедионице, D. Adams: op. cit., c. 226.
32. M. Stigum, op.cit., p. 48.
33. Чл. 2.

специјалне намене у поступку секјуритизације, задруге, државни органи и међународне организације.

У погледу услова које би емитент требало да испуни да би му било дозвољено да емитује записе (уопште или преко одређеног износа) у неким земаљама (нпр. Италији) се захтева да је односно предузеће већ емитовало акције или обвезнице које се котирају на берзи. Услов за емисију је још чешће одређени ниво основног капитала. Прописи неких земаља захтевају да емитент има одређену минималну вредност активе и/или фиксирају лимит прикупљеног износа по основу емисије у сразмери према основном капиталу. Тако у Француској емитент акционарско друштво или мора имати 'слободни' капитал у висини од најмање 225 000 евра, инвестиционе компаније чија је књиговодствена вредност капитала преко 2,2 милиона евра и др. Са изузетком финансијских институција (укључујући осигуравајуће организације и пензионе фондове) португалским емитентма комерцијалних записа није дозвољено да емисијом ових хартија прикупе више од троструког износа вредности нето активе.[34)]

Међутим, може се предвидети да емитент који не задовољава услов у погледу висине активе ипак може да емитује комерцијалне записе уколико има адекватно обезбеђење. Тако белгијски Закон из 1991. г. о цертификатима о депозиту и комерцијалним записима предвиђа да емитент комерцијалног записа (правно лице, небанкарског карактера) мора да задовољава одређене захтеве у погледу минималног сопственог капитала који су прецизирани Краљевским декретом од 4. маја 1995.г., али се предвиђа и изузетак од обавезе у погледу висине сопственог капитала, а то је гаранција дата од стране комерцијалне банке.[35)]

Даље, нека права захтевају да емитент послује најмање прописани број година, што се најчешће доказује подношењем годишњих обрачуна. Међутим, тенденција је да се захтев за постојањем емитента одређени број година укида, што је недавно учињено у Француској (где је постојао захтев за постојање најмање две године) и у Португалу. Један од услова за емисију може бити и рентабилност пословања емитента. На пример, Централна банка Италије својим актима прописала је да комерцијалне записе могу да емитују компаније које су забележиле профит у претходне три године.

Португалско право чини се најпрецизнијим у погледу одређивања услова које емитент мора да испуни да би могао да емитује комерцијалне записе. Наиме, сходно чл. 4. Закона о комерцијалним записима, записи се могу емитовати уколико је најмање један од следећих захтева испуњен: а) вредност нето активе еминтента мора бити најмање 5 милиона евра; б) емитент мора имати висок рејтинг, који одређују агенције за кредитни рејтинг које имају дозволу за рад издату од стране

34. Чл. 2.2.

35. Слично је и у америчком праву: уколико се емитују уз инструменте обезбеђења плаћања издате од стране америчких комерцијалних банака, примењују се правила која се односе на "хартије од вредности емитоване или гарантоване од стране банке", па не подлежу захтевима релевантних закона у погледу емисије хартија.

португалске Комисије за хартије од вредности; ц) као средство обезбеђења емитент је обезбедио гаранцију на први позив.

### 5.7. Евентуално поједностављење доношење одлуке о емисији надлежног органа емитента

Одлуку о емисији облигационих хартија доноси надлежни орган емитента, на прописани начин, у прописаној форми и са одређеном садржином. Орган надлежан за доношење одлуке о емисији краткорочних хартија од вредности је орган управљања. У акционарском друштву је то скупштина, која може да овласти и управу.

Док се у погледу издавања дугорочних обвезница често захтева и сагласност акционара, одлуку о емисији комерцијалних записа доноси обично управни одбор. Сагласност акционара се обично не предвиђа уколико је предвиђено да се средства која ће бити одобрена користе само ради реализације текућих потреба ликвидности. То захтева прецизније одређење у статуту друштва као и механизам одговорности управе у случају прекорачења овлашћења. Радикални пример је Француска, где одлуку о емисији ових хартија доноси председник управног одбора или извршни директор, што значи да није потребна сагласност нити самог управног одбора, нити скупштине акционара.

У нашој земљи, одлуку о издавању обвезница доноси скупштина акционарског друштва, ако се оснивачким актом или самом одлуком скупштине не овласти управни одбор да такву одлуку донесе, а истиче се да исто важи и у погледу краткорочних хартија од вредности. Закон о привредним друштвима питање одлуке о емисији регулише у члану 205., који се односи на емисију акција, али се сходно примењује и на дужничке хартије од вредности.[36] У чл. 313. истог Закона, којим се регулише делокруг управног одбора, истакнуто је да је управни одбор надлежан за одлучивање о питањима која се односе на издавање обвезница или других хартија од вредности, у оквиру лимита предвиђеног оснивачким актом привредног друштва као и важећим прописима. Стога је отворено питање да ли би законом требало увести могућност да за финансирање текућих потреба одлуку о задужењу доноси управни одбор (евентуално председник управног одбора) и под којим условима.[37]

### 5.8. Јасније одређење круга улагача

Тржиште новца, како примарно тако и секундарно, је скоро ексклузивна област финансијских институција које се јављају и као емитенти и као купци/продавци. Како се претежно ради о затвореним емисијама, улагачи су обично лица која се професионално баве улагањима у хартије од вредности. Требало би поновити

36. М. Васиљевић, *Компанијско право (Право привредних друштава Србије и ЕУ*), Правни факутет, Београд, 2005, с. 243.
37. Нпр. одређење односа номиналне вредности емитованих записа према нето вредности активе, одређење максималног рока задужења и сл.

да приватне емисије нису исто што и затворене емисије. Међутим, велики број емисија комерцијалних записа реализује се кроз приватне пласмане.

Због карактера емисије у упоредном праву се постављају захтеви у погледу улагача. У зависности од врсте делатности којима се улагач бави, разликују се лични (приватни) и професионални улагачи. Личним улагачима сматрају се појединци али и компаније чија основна делатност није пословање са хартијама, док су институционални улагачи компаније чија је стална и основна делатност улагање у хартије од вредности. Континентално право професионалне улагаче изједначава са институционалним улагачима. Тако и наш Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената професионалног инвеститора дефинише као лице које, због врсте своје делатности, може да процени значај будуће инвестиције и набраја следеће облике: банке, осигуравајућа друштва, инвестициони фондови, пензиони фондови и брокерско-дилерска друштва (чл. 5.11.) С обзиром да је један од изузетака од обавезе јавне понуде хартија од вредности дистрибуција хартија затвореном кругу лица и/или институционалним улагачима, упоредно право познаје и ограничења не само у погледу емитената већ и улагача.

По овом питању карактеристично је право Велике Британије које на посредан начин искључује личне улагаче. Према подзаконском акту којим се прецизирају одредбе Закона о финансијским услугама и тржиштима из 2000. године,[38)] приход од емисије комерцијалних записа ће се сматрати прикупљањем депозита од стране неовлашћених недепозитних институција и као такав бити забрањен, осим уколико га купују искључиво професионални улагачи (и уколико се емитује у минималној деноминацији од 100 000 фунти).

Емисија краткорочних хартија од вредности је и у нашој земљи подвргнута специјалном режиму. Поступак је једноставнији, као и проспект за емисију краткорочних хартија од вредности. Оно што би било корисно на домаћем тржишту је ограничење круга улагача у ове хартије, што није необично имајући у виду да је новчано тржиште затвореног карактера.

### 5.9. Јасније одређење карактеристика предмета емисије

Законодавства обично не одређују минимални број записа који је потребно да се понуди на продају да би се сматрало да се емитују у серији. Валута у којој се изражава номинални износ вредноснице је битан услов у свакој земљи. Већина националних права земаља чланица ЕУ предвиђа могућност емисије дужничких инструмената у страној валути, као и емисије са мултивалутном опцијом. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената предвидео је да хартије могу бити изражене и у страној валути, али уз сагласност НБС, а обавезе из ових хартија издавалац је дужан да изврши у валути у којој су изражене (чл. 9.).

38. Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001.

У упоредном праву често се утврђује минимална вредност акције: емисија акција не би требало да буде дисконтна због потребе очувања целовитости капитала, док емисија облигационих хартија може бити дисконтна.

Пошто је реч о новчаном тржишту које је резервисано за ликвидне инструменте у великим износима, законодавство или пракса развијених земаља познају ограничења која се најчешће јављају као доњи праг номиналне вредности. Тако на пример у САД законом није утврђен минимум, али с обзиром да америчка Комисија за хартије од вредности стоји на становишту да у комерцијалне записе треба да улажу мали улагачи, минимална деноминација износи 100 000 америчких долара. Слично, пракса у Немачкој је да се комерцијални записи издају у великим деноминацијама од 500 000 евра. У земљама у којима постоји *lex specialis* у материји краткорочних монетарних хартија од вредности, често се одређује и минимална номинална вредност комерцијалних записа. У Белгији је Законом о цертификатима о депозиту и комерцијалним записима утврђена минимална номинална вредност у висини 250 000 евра (уз извесне изузетке), у Француској она износи 150 000 евра за све краткорочне хартије од вредности, у Холандији 454 000 евра, Ирској 125 000 евра, Италији 52 000 евра. Евро-комерцијални записи који се емитују на лондонском тржишту обично се емитују са минималном деноминацијом од 500 000 америчких долара.

Пре емисије комерцијалних записа се често одређује највећи обим емисије, а горњи праг се обично одређује према величини емитентовог сопственог капитала. С обзиром да се обично ради о континуираним емисијама, у програму/оквирном уговору о емисији је наведен максимални износ задужења, Но, требало би имати у виду да се обично ради о "обнављајућем" износу, што значи да је битно да се у моменту када се емитују нове хартије не прекорачи максимални могући износ дуга. Одмах по измирењу обавезе из претходне серије емитент може да емитује нове хартије до уговореног плафона.[39)]

О року доспелости ових хартија већ је било речи. Према нашем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, обавезе из дужничких хартија од вредности не могу доспевати пре истека рока од тридесет дана од дана њиховог издавања, а обавезе из краткорочних хартија од вредности доспевају у року до 365 дана од дана њиховог издавања (чл. 14.). Требало би укратко указати на нека упоредна решења. У Немачкој минимални рок доспећа комерцијалних записа износи седам дана, а максимум две године (мање један дан), док у Италији минимум три а максимум дванаест месеци. Специфичност америчког права је да су комерцијални записи који доспевају у року краћем од девет месеци изузети од обавезе регистрације, тако да се готово увек емитују у року краћем од девет месеци.[40)] Евро-комерцијални папири на лондонском или франкфуртском тржишту обично доспевају у периоду од 30 до 60 дана од дана емитовања. Заним-

39. Adams, op. cit., c. 226.
40. Sec. 3(a)(3) Закона о вредносницама из 1933.

љиво је да предлог европске Конвенције о краткорочним хартијама предвиђа максимални рок од две године.

С обзиром да је нашим правом одређена најбитнија карактеристика, а то је рочност, требало би ипак указати на једну нејасноћу у погледу основних карактеристика комерцијалних записа. Према чл. 42. и 50. Закона о хартијама од вредности, који је престао да важи ступањем на снагу Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, благајнички и комерцијални записи били су сврстани у дисконтне хартије од вредности. Новим законом отворена је, дакле, могућност да се са дисконтне пређе на купонску хартију. Још једном би требало истаћи да би то било противно природи комерцијалног записа.

Емитент комерцијалних записа, као сваки дужник, може измирити своју обавезу пре рока. Као и сваки зајмопримац, емитент има право да купцима облигационих хартија исплати дуговану суму пре рока доспелости, а програмом емисије предвиђено је да након откупа емитент може да их поново ре-емитује до крајњег рока предвиђеног програмом. Ово право емитента дефинисано је у већем броју земаља. Чини се да наше право посебно не регулише ову материју, већ се може претпоставити да се примењују општа правила Закона о облигационим односима о превременом враћању кредита.

### 5.10. Приходима добијеним по основу емисије комерцијалних записа би требало да се финансирају текуће потребе емитента

Комерцијални записи пружају привредним субјектима повољније краткорочно финансирање у односу на банкарске кредите као и привремено финансирање до наступања повољнијег тренутка за продају дугорочних хартија. Пракса је, а и стандард постављен неким законима у земљама романског правног система, да се приходима од продаје записа могу финансирати текуће потребе и потребе ликвидности. На пример, плаћање добављача до момента када се стекну приходи од продаје, плаћање радника у сезонским делатностима и сл. Неке мултинационалне компаније емисијом евро-комерцијалних записа рефинансирају издатке по основу одобравања краткорочних кредита потрошачима. Но, могуће је, али је то ретко, да се приходи остварени емисијом комерцијалних записа користе и за финансирање преузимања компанија.[41)]

Дозвола за емисију краткорочних хартија у неким земљама зависи и од предвиђеног начина коришћења средстава прикупљених емисијом записа. Тако се у САД, да би комерцијални записи били ослобођени формалних захтева регистрације пред Комисијом, захтева се да се приход по основу њихове продаје користи за финансирање текућих трансакција. Уколико се приходи не користе за финансирање текућих трансакција, већ на пример набавке фиксних средстава, комерцијални записи неће бити изузети од обавезе регистрације. Америчка Комисија за хартије од вредности развила је специфичан тест упоређивања износа дуга по основу еми-

41. S. Johnson: *op. cit.*, с. 125.

товања записа и вредности одређених основних средстава у билансу стања. Амерички судови развили су 'тест економске стварности' анализирајући у сваком конкретном случају да ли пословање краткорочним хартијама представља инвестициони уговор или комерцијални посао (који не потпада под окриље Закона из 1933). Разлика између комерцијалних и инвестиционих облигационих хартија разјашњена је у прецеденту *Reves v. Ernst & Young* из 1990. године, када је истакнуто да постоје четири групе жнота' на које се примењује закон из 1933. године: ноте емитоване ради прикупљања средстава које се користе ради финансирања потрошача, ноте обезбеђене заложним правом на непокретности, краткорочне ноте малих предузећа које су обезбеђене имовином ових предузећа и ноте које имају карактер банкарских кредита.[42)]

Имајући у виду напред наведено, а нарочито америчку праксу, једна од препорука је и то да се на домаћем тржишту појача контрола коришћења средстава прикупљених емисијом комерцијалних записа. На овај начин би се спречила могућност да континуирана емисија комерцијалних записа буде маска за средњорочно кредитирање. То са друге стране отвара питање надлежности Комисије за хартије од вредности: да ли ће она само проверавати испуњење законских услова, или улазити у финансијску анализу. Једна од опција је да се терет провере теста текућих трансакција пребаци на финансијске посреднике у организовању емисије хартија.

### 5.11. Одговорност финансијских посредника/инвестиционих саветника у погледу обима задужења и законитости емисије

Инвестиционе банке и брокерско-дилерска друштва у фази припреме емисије утврђују максимални обим емисије до кога емитент може да емитује записе. Сврха континуираних (револвинг) емисија је и да емитент, када му је потребна готовина, не улази у компликовану процедуру одобрења емисије сваки пут када му то налажу потребе одржавања ликвидности. За комерцијалне записе је карактеристично је да се они емитују као део програма компаније за одржавање ликвидности и портфолио менаџмент. Када му је новац потребан ради обезбеђења плаћања, емитент о томе обавештава посреднике у емисији. Међутим, дешава се да и посредници указују емитенту на повољне прилике на тржишту и тражњу улагача за записима.

Када су у питању финансијски посредници, нека права појачавају одговорност финансијских посредника који су ангажовани у поступку дистрибуције монетарних хартија тако што им се намеће обавеза да прате укупан обим задужења емитента.[43)] У Француској постоји обавеза емитента да одреди домицилног агента (*établissment domiciliataire)* који ће бити одговоран за законитост емисије и који ће достављати централној банци податке у вези са емисијом свих транши, а то може бити само француско правно лице или његова филијала у ЕУ. Модерно право поз-

42. T. Hazen, *op. cit.*, с. 123.
43. Чл. 15. португалског Закона о комерцијалним записима.

наје бројне обавезе финансијских посредника према клијентима, међу којима се по свом значају издваја и правило "упознај свог клијента".

Карактеристика домаћег тржишта комерцијалних записа до пре неколико година огледала се и у томе да су берзански посредници често пласирали сопствена средства у хартије својих клијената, преузимајући ризике који далеко премашују висину њиховог капитала. Штавише, неке брокерске куће су посредовале у трговини краткорочних хартија чак и без поднетог захтева за регистрацију емисије, или преко обима регистроване емисије. Нови домаћи прописи из области берзанског, а нарочито банкарског пословања појачавали су обавезу контроле законитости пословања финансијских посредника, а очекује се и посебно уређење материје инвестиционог саветовања и одговорности инвестиционих саветника.

### 5.12. Информисање улагача – обавеза састављања проспекта и објављивање података о емисијама и неуредном измирењу обавеза од стране емитента

Комерцијални записи се у континенталној Европи посматрају као кредитни однос и зато се наглашава потреба да зајмодавац буде правовремено информисан о битним чињеницама о зајмопромцу.[44)] Док јавне емисије акција и обвезница прати проспект, као писана исправа која садржи релевантне податке о емисији, емисију комерцијалних записа прати тзв. меморандум о понуди, инфо-меморандум, који би евентуално могао да се назове скраћени проспект (називи који се срећу*: Information Memorandum, Offering Circular, Disclosure Document, Dossier de présentation financière – Foglio Informativo Analitico).*

У погледу сваке нове емисије под условима предвиђеним оквирним уговором/програмом, а нарочито уколико је дошло до неких измена о којима се улагачи посебно морају обавестити, скраћеном проспекту се додаје посебан документ који се односи на хартије издате у односној серији. У уговорима о организовању дистрибуције хартија од вредности предвиђа се обавеза издаваоца да допуни меморандум о понуди сваки пут када дође до промене услова емисије. Када дође до неке промене у условима или услед мноштва емисија скраћени проспект и његове допуне се консолидују у интегрални текст.

Садржина скраћеног проспекта зависи од тога да ли проспект има функцију јавне понуде или не, а детаљно је прецизирана у оним земљама у којима постоји *lex specialis* за краткорочне хартије од вредности. У скраћеном поступку се износе подаци о емитенту, самом програму, врсти и условима емисије сваке нове транше, а саставни део проспекта су и скраћени финансијски извештаји.

Саставни елементи скраћеног проспекта су подаци о емитенту, капиталу, имовини и делатности, о јавној понуди (ако није у питању затворена емисија), укупној вредности, условима продаје, месту продаје, о понуђеним хартијама и остали подаци који могу да утичу на цену. У земљама које посебно регулишу захтеве у погледу

44. C. Claussen, R. Erne, *Bank und Börsenrecht für Studium und Praxis*, Verlag C.H. Beck, 2003, c. 449.

емисије краткорочних хартија захтева се да се истакне и природа гаранције, као и подаци о лицу које пружа гаранцију, порески третман вредноснице, као и рејтинг издаваоца/емисије, опис фактора ризика који могу утицати на понуду, као и остала ограничења. Даље, могуће је да се предвиди обавеза информисања о већинским акционарима издаваоца, члановима управљачких органа и повезаност са другим лицима.[45)]

Приликом емисије сваке нове транше, уколико је дошло до промена, издаје се и додатно обавештење о цени (*pricing supplement*) које садржи податке о номиналном износу, максималном износу емисије, рејтингу, року, камати, валути, модалитетима откупа и правима имаоца нота, као и податке о агентима и дилерима.

Доношењем Правилника о садржини и форми проспекта и других докумената који се подносе ради дистрибуције хартија од вредности појачана је транспарентност на финансијском тржишту Србије, на првом месту напредак у погледу објављивања информација о стању укупне задужености емитента. Изменама Правилника из 2004. године поједностављена је садржина проспекта,[46)] те се може закључити да је домаћи режим информисања улагача врло јасан и у рангу са захтевима који се постављају у земљама које имају *lex specialis* у материји краткорочних хартија. То се односи на навођење података које проспект и скраћени проспект морају да садрже, као и документације која се доставља уз захтев за давање одобрења проспекта за дистрибуцију краткорочних хартија од вредности.[47)] Уколико су испуњени сви законом и правилником прописани услови и достављена сва захтевана документација Комисија врши упис емисије у Регистар краткорочних хартија од вредности.

Требало би, такође, истаћи да је законским и подзаконским прописима одређено да се проспект доставља у случају јавне понуде хартија од вредности, а одобрење проспекта за дистрибуцију хартија од вредности није потребно када се понуда и дистрибуција целокупне емисије хартија од вредности јавног друштва врше без јавног оглашавања, или унапред познатим професионалним инвеститорима, чији број не може бити већи од 50 (чл. 44 ЗТХВ). На овом месту би требало истаћи да се у већини земаља у којима се посебним законима или подзаконским актима надлежног регулаторног органа прецизније одређује садржина скраћеног проспекта за комерцијалне записе, поред обавезе достављања проспекта заинтересованим улагачима у јавним емисијама, предвиђа и обавеза достављања проспекта заинтересованим улагачима у приватним емисијама.

45. Нпр. португалски Закон о комерцијалним записима, чл. 17.; Одлука Banque de France о садржини меморандума о понуди.
46. Вид. Упутство о садржини и форми проспекта за дистрибуцију краткорочних хартија од вредности.
47. Подаци које проспект мора да садржи класификовани су у седам подгрупа: 1. Основни подаци о издаваоцу хартија од вредности; 2. Подаци о хартијама од вредности; 3. Упис и уплата хартија од вредности; 4. Организација јавне понуде (ако је има); 5. Финансијски подаци; 6. Други подаци о издаваоцу; 7. Одговорна лица.

Током деведесетих година на домаћем тржишту се трговало комерцијалним записима и на основу потписане изјаве улагача да је прегледао податке од значаја за доношење одлуке о куповини записа (садржане у извештају Центра за бонитет, као и финансијске податке). С обзиром да је Комисија за хартије од вредности била суочена са бројним проблемима, да се пракса брокерских кућа не би поновила, корисно би било да се предвиди обавеза сачињавања проспекта и достављања истога заинтересованим улагачима и у случајевима приватних емисија.

Комисија за хартије од вредности се обавезала да ће редовно објављивати податке о свим насталим спорним трансакцијама, тј. о емитентима који о року доспећа не измире обавезе из емитованих хартија и берзанским посредницима који су посредовали у тим трансакцијама. Истовремено, Комисија је омогућила оштећеним инвеститорима да евентуалне притужбе на рад берзанских посредника пријаве Комисији. Комисија је најавила да ће са посебном пажњом пратити трговину хартијама које нису уписане у Регистар Комисије, односно посредовање у трговини без потписане изјаве инвеститора, којом потврђује да је сагледао и податке о емитенту садржане у извештају Центра за бонитет. Такође, препоручила је Централном регистру да у сарадњи са Центром за бонитет НБС јавно на свом сајту учини доступним податке о емисијама краткорочних хартија од вредности свих емитената, њиховом правном и економском положају, као и показатељима о могућности задуживања, односно о степену ликвидности и финансијске стабилности.

### 5.13. Требало би појачати надлежности Комисије за хартије од вредности и евентуално укључити Народну банку Србије као установу која врши надзор над тржиштем новца

У погледу овлашћења надзорне власти у поступку емисије и диструбуције комерцијалних записа, у већини посматраних земаља надзорни орган врши контролу законитости проверавајући испуњеност услова за емисију. У неким земљама се не захтева сагласност надзорног органа за дозволу дистрибуције скраћеног проспекта, или се исти обавештава тек пошто емисија прелази одређени износ. Али, у већини земаља у којима је предвиђено обавезно постојање скраћеног проспекта, обично се предвиђа и регистрација истог код надзорног органа, који обично и дефинише садржај проспекта.[48)]

Емисију краткорочних хартија у великом броју земаља уређује и надзире управо централна банка (нпр. Француска, САД, Италија, Велика Британија, Ирска и др.), а не надзорни орган за финансијско тржиште. У земљама у којима је дошло до фузије секторских регулаторних органа у јединствени регулаторни орган за финансијске услуге (нпр. Велика Британија, Немачка, Белгија, Мађарска), за надзор над тржиштем краткорочних хартија задужен је и овај орган, али он тесно сарађује са централном банком. Требало би истаћи да је предлогом европске

48. Нпр. Banque de France на основу Декрета бр. 92-137 овлашћена је да прикупља и одобрава проспекте, као и да дефинише њихову садржину.

Конвенције о краткорочним хартијама од вредности предвиђена кључна улога управо Европске централне банке. Као основни аргумент истицана је чињеница да су је успех француског и америчког тржишта монетарних хартија најзаслужнија управо Централна банка Француске, односно Одбор федералних резерви.

Имајући у виду чињеницу да тржиште комерцијалних записа чини врло битан сегмент тржишта новца, а последње је од великог значаја за финансијску стабилност монетарног система, требало би предвидети и значајније учешће Народне банке Србије у контроли новчаних токова. Алтернативно или паралелно, Комисији за хартије од вредности би морала бити дата нека овлашћења која превазилазе њене садашње оквире.

## 6. Закључак

Неликвидност банака и осталих учесника у нашој земљи је осетно мања него у периоду када се краткорочним хартијама интензивно трговало на Београдској берзи, али се питање бонитета као критеријума за регистрацију не сме занемарити. Услови за емисију који се односе на емитента почев од 2003. године јасније су прецизирани.

У новом берзанском законодавству јасније је дефинисана и сама процедура регистрације, подношење захтева и донекле оснажена овлашћења Комисије за хартије од вредности. Може се закључити да је домаћи режим информисања улагача врло јасан и у рангу са захтевима који се постављају у земљама које имају *lex specialis* у материји краткорочних хартија. Штавише, ови акти Комисије за хартије од вредности у складу су са већином захтева предвиђених у развијеним земљама.

Но, због негативног 'имица' који им је приписан у инфлаторним деведесетим, на ове хартије финансијско тржиште гледа са дозом сумње. Аутор је настојао да укаже на неколико области у којима би могло доћи до побољшања, сматрајући да би увођење неких нових решења преузетих из упоредног права могло да допринесе промовисању комерцијалних записа као модерног инструмента којим се финансира задовољење текућих потреба емитената.

**Tatjana Jovanic, MA, LL.M.**
**Junior Faculty Member at the Faculty of Law, University of Belgrade**

# SEVERAL RECOMMENDATIONS FOR THE IMPROVEMENT OF COMMERCIAL PAPER TRADING

**Summary**

*Commercial Paper is a short-term financial instrument issued usually by non-bank commercial subjects. It is an instrument often used as a bridge liquidity financing tool. The author briefly examined its legal nature, which derives from a promissory note, but has distinct features. This instrument was misused on domestic financial market in the inflationary 90s, when it served as a mean to achieve midterm loan financing. Since 2003. the Securities and Exchange Commission enhanced its role on the money market which resulted in a market discipline, so that this market is now very liquid. However, the notion of Commercial Paper is still conceived by referral to its bad image in the 90s. Using a comparative law approach, the author has proposed several recommendations for the improvement of a CP Market in Serbia.*

***Key words**: Commercial Paper, Money Market Instruments.*