

мр Мирјана РАДОВИЋ, LL.M. (Humboldt)
асистент Правног факултета Универзитета у Београду

ЗАКОНИТИ ИМАЛАЦ ДЕМАТЕРИЈАЛИЗОВАНИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ*

Резиме

У овом раду аутор истражује одговор на питање, ком лицу се признаје својство законитој имаоца дематеријализованих хартија од вредности. У првом, уводном делу, аутор анализира појам законитој имаоца из угла формалне и материјалне легитимације за вршење права из хартије према емисиону. Затим се образлаже особености утврђивања законитој имаоца дематеријализованих хартија у односу на материјализоване хартије, услед које овде законити ималац једино може да буде лице на чије име се води одговарајући рачун хартија од вредности. Други део рада приказује основне системе евиденцирања дематеријализованих хартија од вредности: децентрализован, односно централизован систем регистрације и систем евиденције на рачуну код дејозитара. Трећи део рада се бави питањем, који рачун дематеријализованих хартија од вредности је меродаван за утврђивање својства законитој имаоца. Појом су изложени ујоредноправни критерији истраживаној проблематици, кроз призму земаља са развијеним тржиштима капитала (САД, Немачка, Енглеска и Француска). Коначно, ујоредноправна решења су коришћена као основ за кривичку важеће српске регулативе овој питања, која због своје нелоичности и непрошвретности ствара правну несигурност за емисионе и инвеститоре на тржишту капитала.

* Рад представља прилог пројекту Правног факултета Универзитета у Београду „Развој правног система Србије и хармонизација са правом ЕУ – правни, економски, политички и социолошки аспекти (2011)“.

Кључне речи: законити ималац, хартије од вредности, дематеријализација, рачун, рејистар, дејозит, чување и администирање.

I Увод

Дематеријализација хартија од вредности представља модеран тренд развоја тржишта капитала. Њен основни циљ се огледа у постизању веће економичности и ефикасности емисије и трговине хартијама од вредности. У развијеним земљама, прелазак на потпуну или делимичну дематеријализацију је био подстакнут практичним потребама тржишта капитала. Имајући у виду високе трошкове штампања папирних потврда ради емисије материјализованих хартија од вредности, као и велики обим трговине,¹ који је у условима материјализације праћен дуготрајним процесом физичке испоруке папирних потврда, прихватање дематеријализације је олакшало прикупљање капитала и функционисање тржишта. Нажалост, правна наука није ишла у корак са убрзаним развојем праксе и правног уређења ове области. Следствено томе, дематеријализацију још увек прате бројна отворена питања, око којих не постоји сагласност чак ни у земљама познатим по својој правној традицији и достигнућима савремене правне мисли.

У овом раду је посебна пажња посвећена истраживању питања, како се утврђује законити ималац дематеријализованих хартија од вредности. У том погледу се анализа ограничава на серијске хартије од вредности, уз уважавање чињенице да постоје и појединачне дематеријализоване хартије (на пример, електронска меница, електронски чек), које су, међутим, подвргнуте другачијем правном уређењу. Проблем утврђивања законитог имаоца дематеријализованих хартија се разматра на темељу важећих решења у развијеним земљама, попут САД, Енглеске, Немачке, Француске, да би се затим показало у којој мери право Србије по логици и кохерентности уређења овог питања одступа од упоредноправних приступа.

1 На развијеним тржиштима капитала се салдира стотине милиона, па и милион трансакција дневно. В.: Mohamed F. Khimji, „The Securities Transfer Act – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities“, *Alberta Law Review*, Vol. 45, No. 1, 2007, стр. 140.

II Појам законитог имаоца

Под законитим имаоцем хартије од вредности се начелно подразумева лице које је формално и материјално легитимисано да врши права из хартије према емитенту.² При том, формална легитимација означава овлашћење за располагање хартијом и вршење права из хартије, које се заснива на испуњењу чисто формалних услова, без преиспитивања њиховог материјалноправног утемељења. Примера ради, код материјализованих хартија од вредности на доносиоца држалац хартије је формално легитимисано лице, независно од постојања и пуноважности правног основа за стицање државине. Са друге стране, једно лице се сматра материјално легитимисаним, ако му хартија од вредности, односно права из хартије припадају у материјалноправном смислу, захваљујући испуњењу свих претпоставки за пуноважност стицања и задржавања тих права. Примера ради, лице коме је материјализована хартија од вредности на доносиоца продата и предата на основу пуноважног уговора са претходним законитим имаоцем је материјално легитимисано да врши права из хартије према емитенту.

Имајући у виду изложено значење ових појмова, јасно је да формална и материјална легитимација не морају да буду обједињене у истом лицу. Отуда, у конкретном случају може да се догоди да је једно лице само формално легитимисано да располаже хартијом и врши права из хартије према емитенту, док је неко друго лице ималац тих права у материјалноправном смислу.³ У таквој ситуацији се оправдано поставља питање, ко се сматра законитим имаоцем хартије од вредности: да ли формално или материјално легитимисано лице.

Када је једно лице формално легитимисано да врши права из хартије према емитенту, у праву хартија од вредности важи оборива претпоставка да је то лице истовремено и материјално легитимисано.⁴ Захваљујући томе, формално легитимисано лице приликом вршења права из хартије не мора да доказује правни основ стицања, већ се претпоставља да је оно ималац права у материјалноправном смислу –

2 О разликовању формалне и материјалне легитимације в.: Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009., стр. 436.

3 Lutz Sedatis, *Einführung in das Wertpapierrecht*, de Gruyter, Berlin, 1988, стр. 23 и 24. Однос између формалне и материјалне легитимације за вршење права из хартије од вредности може да се упореди са односом између државине и својине на одређеној ствари.

4 Karl-Heinz Gursky, *Wertpapierrecht*, 3. Auflage, C. F. Müller, Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm GmbH, Heidelberg, 2007, стр. 70; Peter Bülow, *Heidelberger Kommentar zum Wechselgesetz, Scheckgesetz und zu den Allgemeinen Geschäftsbedingungen*, C. F. Müller, Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm GmbH, Heidelberg, 2004, стр. 94; L. Sedatis, *нав. дело*, стр. 21 и 22.

законити ималац хартије.⁵ Наравно да материјално легитимисано лице може да доказује супротно, како би оборило наведену претпоставку, а након успешног доказа може да захтева повраћај хартије од вредности, чиме стиче и формалну легитимацију за вршење права против емитента. Међутим, до тог тренутка савестан емитент се ослобађа обавеза из хартије, ако их испуни формално легитимисаном лицу за које важи претпоставка материјалне легитимације,⁶ а материјално легитимисано лице једино може да остварује правне захтеве против несавесног, односно незаконитог формално легитимисаног лица, које је примило користи из хартије без правног основа.⁷

У даљем тексту ће бити истраживано питање, које лице је формално легитимисано да врши права из дематеријализованих хартија од вредности против емитента, на основу чега се обориво претпоставља и да је материјално легитимисано. Реч је о утврђивању тзв. претпостављеног законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности. Насупрот томе, из анализе ће бити изостављена проблематика евентуалног сукоба између формално легитимисаног и материјално легитимисаног лица, услед неоснованог стицања својства претпостављеног законитог имаоца, у ком случају је могуће побијати ову претпоставку и захтевати пренос хартије на материјално легитимисано лице као законитог имаоца.

Појам (претпостављеног) законитог имаоца дематеријализоване хартије од вредности не треба поистовећивати са појмом инвеститора на тржишту капитала. Једно лице може да има својство законитог имаоца, иако није инвеститор (улагач) у те хартије од вредности. При том се под инвеститором подразумева лице које сноси економски ризик улагања у хартије од вредности, независно од тога да ли му хартије и правно припадају.⁸ Према томе, једно лице може да преузме својство законитог имаоца за рачун другог лица као инвеститора. У случају акција појам законитог имаоца се изједначава са појмом акционара, док је у случају обвезница законити ималац обвезничар, тј. ималац потраживања против емитента.

5 Упореди: Мирко Васиљевић, *Трговинско право*, 12. издање, Београд, 2011, стр. 505.

6 К.-Н. Gursky, *нав. дело*, стр. 70.

7 За разлику од тога, несавестан емитент који је знао или морао знати да формално легитимисано лице није и материјално легитимисано, не може да испуни своје обавезе из хартије према њему са ослобађајућим дејством, већ ће морати да их испуни (поново) материјално легитимисаном лицу. В.: М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 459 и 505; Н. Јовановић, *Берзанско право*, стр. 436; упореди: Ивица Јанковец, *Привредно право*, 4. издање, Београд, 1999, стр. 706.

8 Такво значење појма инвеститора прихвата и Директива ЕЗ о правима акционара. В.: Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, *Official Journal*, L 184, 14.7.2007 (даље у фуснотама: Shareholders' Rights Directive), Recital 3.

III Проблем утврђивања законитог имаоца по узору на материјализоване хартије од вредности

Утврђивање законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности није могуће спровести по узору на материјализоване хартије, на које се примењује теорија инкорпорације субјективног грађанског права у папирну потврду. У случају материјализованих хартија од вредности које инкорпоришу права против емитента утврђивање законитог имаоца зависи од врсте хартије. Код хартија од вредности на име, законити имаоца је лице чије је име назначено на папирној потврди, односно лице на које је право из хартије пренето од стране претходног законитог имаоца, што такође мора да буде евидентирано на самој папирној потврди.⁹ Исто важи и за хартије од вредности по наредби, с тим што оне могу да се преносе на новог законитог имаоца и путем индосамента.¹⁰ Најзад, код хартија од вредности на доносиоца и бланко индосираних хартија од вредности по наредби, својство претпостављеног законитог имаоца припада лицу које има непосредну државину на папирној потврди.¹¹

Изложени начин одређивања законитог имаоца није могуће применити на дематеријализоване хартије од вредности, будући да код њих не постоји папирна потврда на којој би било означено име законитог имаоца и пренос на новог законитог имаоца, односно на којој би могла да постоји државина законитог имаоца.¹² За разлику од материјализованих хартија, настанак и пренос дематеријализованих хартија од вредности се искључиво заснива на одговарајућим електронским записима. Уместо папирне потврде овде једино постоји рачун хартија од вредности, у оквиру кога се врши електронско евидентирање стицања и губитка права на хартијама.¹³ Наравно да на самом рачуну, односно електрон-

9 Упореди: М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 455; И. Јанковец, *нав. дело*, стр. 649.

10 М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 457 и 458; И. Јанковец, *нав. дело*, стр. 649 и 654.

11 Упореди: М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 458; И. Јанковец, *нав. дело*, стр. 650.

12 О појму дематеријализованих хартија од вредности в.: François-Xavier Lucas, „Retour sur la notion de valeur mobilière“, *Bulletin Joly Sociétés*, no 185, Août-Septembre, 2000, стр. 768; Joanna Benjamin, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, New York, 2000, стр. 25; Roy Goode, „The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities“, у: Fidelis Oditha (ed.), *The Future for the Global Securities Market*, Oxford, 1996, стр. 109; упореди: А. О. Austen-Peters, *Custody of Investments: Law and Practice*, Oxford University Press, 2000, стр. 6; Небојша Јовановић, *Емисија вредносних папира – њравна разматрања*, Београд, 2001., стр. 18; Светислав Миловановић, *Савремене хартије од вредности – злоупотреба и њравна заштити*, Службени гласник, Београд, 1999, стр. 103.

13 С. Миловановић, *нав. дело*, стр. 103; упореди: Randall D. Guynn, *Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, A Discussion Paper on the Need for Interna-*

ским записима које он садржи, не може да постоји својина ни државина потенцијалног законитог имаоца. Стога је потребно пронаћи други критеријум за утврђивање формално и претпостављено материјално легитимисаног лица. Имајући у виду да код сваког рачуна хартија од вредности постоји тачно одређени ималац рачуна, то је постало одлучујуће својство на коме се заснива утврђивање законитог имаоца. Према томе, претпостављени законити ималац дематеријализованих хартија од вредности је ималац рачуна тих хартија од вредности, односно лице на чије име се води рачун. Међутим, овај наизглед једноставан закључак се у примени сусреће са бројним тешкоћама.

У вези са једном истом дематеријализованом хартијом од вредности често постоји више рачуна које отварају и воде различити учесници на тржишту капитала (на пример, регистар, депозитар – кастоди банка, брокерско-дилерско друштво).¹⁴ У том случају се поставља питање који од тих рачуна је меродаван за утврђивање својства законитог имаоца. Одговор на ово питање се додатно компликује у ситуацији када се рачуни воде на име различитих лица као ималаца рачуна (на пример, рачун у регистру се води на име кастоди банке, а рачун код кастоди банке – на име друге кастоди банке, а рачун код друге кастоди банке – на име инвеститора). Од бројних потенцијалних рачуна хартија од вредности за утврђивање својства законитог имаоца могу да буду релевантни само рачуни код регистра и код депозитара, будући да се њихова основна сврха огледа у евидентирању самих хартија од вредности, односно евидентирању власничких права депонента на хартијама од вредности као предмету депозита.¹⁵ Насупрот томе, рачун хартија од вредности који отвара и води пружалац инвестиционих услуга, ради књижења послова обављених за рачун клијента, није од значаја за утврђивање својства законитог имаоца, јер има за циљ евидентирање генезе пружених услуга, а не и евидентирање власничких права на хартијама.¹⁶

tional Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996, стр. 13; за швајцарско право в.: Hans Kuhn, „Das neue Bucheffektenmodell des schweizerischen Rechts“, у: Theodor Baums, Andreas Cahn (Hrsg.), *Die Zukunft des Clearing und Settlement*, Institute for Law and Finance Series, De Gruyter Recht, Berlin, 2006, стр. 32; упореди: Мирко Бартуловић, *Правно-теоријска и праксијска проблематика дематеријализације хартија од вредности*, Тржиште новца, Београд, 1996, стр. 15.

14 Под отварањем и вођењем рачуна хартија од вредности се подразумева интерни рачун који учесник на тржишту отвара код себе, тј. у својој евиденцији, а на коме бележи хартије од вредности у вези са којима пружа услуге клијенту.

15 О рачуну као оквиру за евидентирање в.: Didier R. Martin, „De l'idée de compte“, *Banque*, 1999, стр. 287; упореди: Claus-Wilhelm Canaris, *Bankvertragsrecht*, 3. Auflage, Erster Teil, Berlin, 1988, Soderausgabe der Kommentierung des Bankvertragsrechts aus Handelsgesetzbuch, Großkommentar, 4. Auflage, Berlin, стр. 104.

16 Реч је, примера ради, о рачуну који брокерско-дилерско друштво отвара у својој евиденцији, на коме се бележе трансакције у вези са хартијама од вредности

IV Основни системи евидентирања дематеријализованих хартија од вредности

Дематеријализоване хартије од вредности се евидентирају на рачунима који се воде у електронском облику. У зависности од прихваћеног решења у конкретном правном систему, ове рачуне може да води регистар или депозитар. У том смислу су се у упоредном праву развили следећи системи евидентирања дематеријализованих хартија од вредности: 1. децентрализован систем регистрације; 2. централизован систем регистрације; и 3. систем евиденције код депозитара.

1. Децентрализован систем регистрације

У децентрализованом систему регистрације сваки емитент води свој регистар дематеријализованих хартија од вредности. Такво решење потиче од традиционалног схватања регистрованих хартија од вредности (енгл. *registered securities*) у англосаксонским земљама и некадашњем француском праву, као врсте хартија на име.¹⁷ Иако код регистрованих хартија од вредности емитент издаје законитом имаоцу папирну потврду, ова потврда не инкорпорише права према емитенту, већ представља само доказ о поседовању хартија од вредности.¹⁸ Регистроване хартије од вредности по својој правној природи представљају бестелесна добра – субјективна грађанска права (најчешће, потраживања) законитог

обављене за рачун клијента. Упореди: Michel Germain, Marie-Anne Frison-Roche, „La tenue de compte-conservation d'instruments financiers“, *Revue de droit bancaire et de la bourse*, no 72, 1999, стр. 73; Thierry Bonneau, France Drummond, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2001, стр. 197.

17 О регистрованим хартијама од вредности у некадашњем француском праву в.: Yves Guyon, *Droit des affaires*, Tome 1, *Droit commercial général et Sociétés*, 9. édition, Paris, 1996, стр. 756; Claude Witz, „Die Entmaterialisierung des Effektenwesens in Frankreich“, у: Karl Kreuzer (Hrsg.), *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr*, Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Band 137, Alfred Metzner Verlag, Frankfurt a. M., 1988, стр. 51; Hervé Le Nabasque, Arnault Reygrobelle, „L'inscription en compte des valeurs mobilières“, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, no 4, 2000, стр. 261.

18 J. Benjamin, *Interests in Securities*, стр. 25, 32 и 33; Eva Micheler, *Property in Securities, A Comparative Study*, Cambridge University Press, New York, 2007, стр. 2 и 25; Matthias Haentjens, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities – The Plumbing of International Securities Transactions*, The Hague, 2006, стр. 39; Y. Guyon, *нав. дело*, стр. 756; C. Witz, *нав. pag*, у: K. Kreuzer (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 51; R. Goode, *нав. pag*, у: F. Oditah (ed.), *нав. дело*, стр. 109; A. O. Austen-Peters, *нав. дело*, стр. 6 и 37; упореди: Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, Butterworths, 1996, стр. 30; Mohamed F. Khimji, „Intermediary Credit Risk: A Comparative Law Analysis of Property Rights in Indirectly Held Securities“, *The Journal of Business Law*, May 2005, стр. 297; M. F. Khimji, „The Securities Transfer Act – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities“, стр. 148.

имаоца према емитенту.¹⁹ Стога, њихов пренос (уступање, односно цесија потраживања) производи правна дејства према емитенту (цесусу) од момента када је он о томе обавештен. Смисао регистрације хартија од вредности се огледа у томе да се емитент путем пријаве за регистрацију обавештава о сваком стицању издатих хартија. Према томе, регистрација се овде користи као формалност која пружа публицитет одговарајућој комуникацији са емитентом, од које зависе правна дејства преноса хартије. Отуда, на основу регистрације емитент у сваком тренутку зна идентитет претпостављених законитих ималаца, према којима је дужан да испуни обавезе из хартија са ослобађајућим дејством.

Једина специфичност дематеријализованих хартија од вредности у децентрализованом систему регистрације у односу на традиционалне регистроване хартије се огледа у томе да код њих емитент више не издаје папирну потврду као доказ о поседовању одређеног броја, врсте и класе хартија, већ се њихово постојање и пренос искључиво заснивају на одговарајућим електронским уписима у регистар. Електронски регистар дематеријализованих хартија од вредности може да води лично емитент, али он овај посао може да повери и другом лицу (тзв. корпоративном агенту). У том случају корпоративни агент води регистар као заступник емитента – у његово име и за његов рачун.

2. Централизован систем регистрације

Поједини правни системи изричито прописују постојање централног регистра, у оквиру кога се евидентирају све дематеријализоване хартије од вредности издате у одређеној земљи. Централни регистар је посебан субјект, који послове вођења регистра хартија од вредности обавља у своје име, а не у име емитента. Како би се емитентима омогућило да сазнају идентитет претпостављених законитих ималаца дематеријализованих хартија од вредности, централни регистар има законску обавезу са сарађује са њима у виду достављања података о имаоцима рачуна. Поред централног регистра, односно паралелно са њим, емитенти могу да воде и своје регистре издатих дематеријализованих хартија од вредности. Међутим, у таквој ситуацији је неопходно изричито регулисати правни значај ова два регистра, како би се недвосмислено разграничило који од њих је релевантан за утврђивање својства законитог имаоца хартија.

3. Систем евиденције код депозитара

Системи регистрације дематеријализованих хартија од вредности преовлађују у упоредном праву. За разлику од тога, постоје и земље

19 J. Benjamin, *Interests in Securities*, стр. 34.

у којима се евиденција дематеријализованих хартија врши на рачунима код депозитара. Под депозитаром се подразумева лице које по основу уговора са клијентом (депонентом) преузима обавезе чувања и администрирања хартија од вредности за његов рачун.²⁰ Насупрот евиденцији дематеријализованих хартија на рачунима код регистра, депозитар начелно није дужан да емитенту на његов захтев пружа податке о законитим имаоцима. На основу закључених уговора о депозиту, депозитар има обавезу да својим клијентима (депонентима) изда одговарајућу потврду о стању на рачуну хартија од вредности (у смислу броја, врсте и класе хартија на рачуну), помоћу које се они легитимишу као законити имаоци према емитенту.

Систем евиденције код депозитара најчешће функционише преко тзв. вишестепеног депозита. Под вишестепеним депозитом се подразумева низ сукцесивно закључених уговора о депозиту поводом истих хартија од вредности. Према томе, код вишестепеног депозита у послу чувања и администрирања хартија од вредности учествују два или више депозитара, од којих први закључује уговор о депозиту са крајњим депонентом, али уговорне обавезе не извршава лично, већ преко другог депозитара, а овај евентуално преко трећег, итд.²¹ У оквиру вишестепеног депозита сваки депозитар у низу отвара и води рачун хартија од вредности на име свог непосредног клијента. При том се на крају описаног ланца депозитара по правилу налази централни депозитар, који омогућава централизацију клиринга и салдирања послова у вези са хартијама од вредности. Централни депозитар углавном има законску обавезу да се стара о томе да укупан број издатих хартија од вредности буде усклађен са укупним бројем хартија од вредности на рачунима које отвара и води у име својих непосредних клијената (депозитара).

V Рачун дематеријализованих хартија од вредности меродаван за утврђивање својства законитог имаоца

Имајући у виду приказане системе евидентирања дематеријализованих хартија од вредности, за утврђивање својства законитог имаоца може да буде меродаван или рачун који се отвара и води код регистра или рачун који се отвара и води код депозитара.

20 Н. Јовановић, *Берзанско право*, стр. 176. О појму депозита хартија од вредности в.: Ernst Decker, Siegfried Kümpel, *Das Depotgeschäft*, 2. Ausgabe, Bank-Verlag Medien, Köln, 2007, стр. 15; Siegfried Kümpel, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 3. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2004, стр. 1593; Peter Itzel у: Peter Derleder, Kai-Oliver Knops, Heinz Georg Bamberger (Hrsg.), *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*, Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg, 2004, стр. 1336 и 1340; A. O. Austen-Peters, *нав. дело*, стр. 2 и 161.

21 Упореди: С. Миловановић, *нав. дело*, стр. 121 и 122.

1. Рачун код регистра

Земље које прихватају систем регистрације дематеријализованих хартија од вредности, одлучујући значај за утврђивање својства законитог имаоца ових хартија придају рачуну који се отвара и води код регистра. Смисао постојања регистра дематеријализованих хартија се управо огледа у томе да лице на чије име се води рачун код регистра стиче формалну легитимацију за вршење права из хартије према емитенту, на основу чега се обориво претпоставља да има и одговарајућу материјалну легитимацију. Међутим, у случају да у некој земљи паралелно са централним регистром постоји и емитентов регистар дематеријализованих хартија од вредности, закон мора да прецизира ком регистру се даје примат у погледу утврђивања својства претпостављеног законитог имаоца. У том смислу је ефикасније решење по коме је за утврђивање законитог имаоца искључиво меродаван рачун код централног регистра, будући да он обавља централизован клиринг и салдирање свих трансакција у вези са дематеријализованим хартијама од вредностима, те је логично и да представља јединствену евиденцију законитих ималаца. Насупрот томе, када је за утврђивање законитог имаоца меродаван рачун у емитентовом, а не у централном регистру, неопходно је да се успостави брза, електронска веза између ова два регистра, како би се емитентов регистар ажурирао у што краћем року након обављене трансакције преко централног регистра, чиме се окончава стицање права на хартијама.

У складу са описаним правним значајем рачуна хартија од вредности код регистра, када депозитар чува хартије од вредности за своје клијенте тако што се рачун код регистра води на његово име, он постаје законити ималац депонованих хартија. Са друге стране, пошто депонент није уписан у регистар, он не може да врши права из хартија према емитенту, већ једино може посредно да остварује користи из тих права и утицај на њихово вршење преко депозитара као законитог имаоца. Да би у систему регистрације депонент могао да задржи извесна својинскоправна овлашћења у погледу депонованих дематеријализованих хартија, неопходно је ослањање на институт повереништва. У том погледу се у упоредном праву прави разлика између фидуцијарног и овлашћеног повереништва.

Фидуцијарно повереништво (нем. *fiduziarische Treuhand*, енгл. *trust*) омогућава раздвајање правне и економске својине на хартијама, па депозитар уписом у регистар постаје правни власник дематеријализованих хартија од вредности, односно њихов законити ималац (у формалном и материјалном смислу), док депонент стиче својство њиховог економског власника.²² За разлику од тога, овлашћено повереништво (нем.

22 M. F. Khimji, „Intermediary Credit Risk: A Comparative Law Analysis of Property Rights in Indirectly Held Securities“, стр. 311; A. O. Austen-Peters, *нав. дело*, стр. 26 и 28; J.

ermächtigte Treuhand) доводи до раздвајања формалне и материјалне легитимације за вршење права из хартија од вредности. Према томе, депозитар као овлашћени повереник уписом у регистар стиче само формалну легитимацију да у своје име остварује права из хартија према емитенту и овлашћење да располаже хартијама у своје име, док депонент задржава својство законитог имаоца у материјалноправном смислу.²³

Из наведеног се закључује да отварање и вођење рачуна дематеријализованих хартија од вредности у регистру на име депозитара у сваком случају означава стицање формалне легитимације за вршење права из тих хартија према емитенту. У земљама које посао чувања и администрирања хартија од вредности заснивају на фидуцијарном повереништву, депозитар уписом у регистар, поред формалне, стиче и материјалну легитимацију, чиме постаје законити ималац хартија од вредности. Насупрот томе, када се посао чувања и администрирања хартија од вредности заснива на овлашћеном повереништву, депозитар стиче само формалну легитимацију за вршење права из хартија уз претпоставку да је за вршење тих права овлашћен од стране депонента као материјално легитимисаног лица. Отуда се емитент ослобађа обавеза из хартија ако их испуни депозитару као формално легитимисаном лицу.

2. Рачун код депозитара

У систему евиденције дематеријализованих хартија од вредности код депозитара законити ималац је лице на чије име се отвара и води депозитни рачун код депозитара. Према томе, ималац рачуна код депозитара је формално и претпостављено материјално легитимисан да врши права из хартија према емитенту. С обзиром на то да је систем евиденције код депозитара по правилу организован на темељу вишестепеног депозита, где сваки депозитар у низу отвара и води рачун на име свог непосредног саговорача (нижег депозитара, односно депонента), поставља се питање, који од ових рачуна је меродаван за

Benjamin, *Interests in Securities*, стр. 40; J. Benjamin, *Global Custody*, стр. 194; E. Micheler, *нав. дело*, стр. 33; Matthias Haentjens, *Harmonisation of Securities Law, Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Private law in European Context Series, Volume II, Kluwer Law International, 2007, стр. 185; Klaus Peters, *Wertpapierfreies Effektsystem: Eine Untersuchung der faktischen und rechtlichen Möglichkeiten einer Weiterentwicklung des herrschenden Effektenwesens*, Studien zum Bank- und Börsenrecht, hrsg. von Ulrich Immenga, Band 1, 1. Auflage, Baden-Baden, 1978, стр. 73; Klaus Peters, „Bucheffekten – eine Alternative zum Wertpapier“, *Wertpapiermitteilungen*, 35/1976, стр. 893.

23 K. Peters, *нав. дело*, стр. 74; Dorothee Einsele, у: Karsten Schmidt (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Band 5, Viertes Buch, Handelsgeschäfte, Erster Abschnitt, Allgemeine Vorschriften §§ 343–372, Recht des Zahlungsverkehrs, Effektengeschäft, Depotgeschäft, Ottawa Übereinkommen über Internationales Factoring, Verlag C.H. Beck/Verlag Franz Vahlen, München, 2001, стр. 1462.

утврђивање претпостављеног законитог имаоца хартија.²⁴ У том погледу је најлогичније да се својство законитог имаоца призна крајњем депоненту, као првом у низу депонената сукцесивно закључених уговора о депозиту, који посао депозита уговара за сопствени рачун или за рачун другог лица, у односу на које не врши улогу депозитара као професионалног пружаоца услуга депозита.

VI Разноликост упоредноправних решења

У упоредном праву је питање утврђивања законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности решено на различите начине. На овом месту ће бити издвојени приступи у земљама са развијеним тржиштима капитала, које су познате по својој правној традицији и култури.

1. Сједињене Америчке Државе

Право САД прихвата децентрализован систем регистрације дематеријализованих хартија од вредности, у складу са којим сваки емитент води свој електронски регистар издатих хартија. Следствено томе, за лице на чије име се води рачун код регистра се претпоставља да је законити ималац хартија. У случају да се рачун код регистра води на име депозитара, који има обавезу да хартије на рачуну чува и администрира за клијента (депонента), депозитар уписом у регистар постаје законити ималац хартија, док је клијент заштићен посебним правилима која у великој мери подсећају на заштиту из односа фидуцијарног повереништва.²⁵

2. Немачка

Немачка је, такође, усвојила децентрализован систем регистрације дематеријализованих хартија од вредности, у коме сваки емитент води посебан регистар (тзв. књигу дугова, нем. *Schuldbuch*) за издате хартије исте врсте и класе.²⁶ При том, лице на чије име се води рачун хартија од

24 О појму вишестепеног депозита в.: С. Миловановић, *нав. дело*, стр. 121 и 122.

25 О сличности између правног положаја депонента и економског власника из односа фидуцијарног повереништва в.: Dorothee Einsele, „Das neue US-amerikanische Wertpapierrecht als Modell für einen funktionsfähigen Effektingiroverkehr“, *Recht der Internationalen Wirtschaft*, Heft 4/1997, стр. 271; Jeanne L. Schroeder, „Is Article 8 Finally Ready this Time? The Radical Reform of Secured Lending on Wall Street“, *Columbia Business Law Review*, Vol. 1994, 1994, стр. 371.

26 Alexandra Will у: Siegfried Kümpel, Arne Wittig (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2011, стр. 2357; Sabine Dittrich, *Effektingiro-*

вредности код регистра има својство претпостављеног законитог имаоца. У случају да се рачун код регистра води на име централног депозитара који се обавезао да хартије на рачуну чува и администрира за своје клијенте, централни депозитар тиме постаје формално легитимисан да у своје име врши права према емитенту.²⁷ Међутим, за разлику од америчког решења, централни депозитар уписом у регистар не стиче и материјалну легитимацију, већ материјално легитимисани остају крајњи депоненти као законити имаоци у материјалноправном смислу.²⁸ Описани однос између депозитара као формално легитимисаног и депонента као материјално легитимисаног се у немачкој правној теорији објашњава путем института овлашћеног повереништва.²⁹

3. Енглеска

У Енглеској, такође, сваки емитент води свој регистар издатих дематеријализованих хартија од вредности, али је поред тога установљен и централни регистар. Централни регистар у почетку није имао природу регистра, већ је коришћен као техничко унапређење процеса салдирања, које се заснивало на обједињавању послова и омогућавању електронске комуникације између учесника на тржишту.³⁰ Стога је између њега и емитентовог регистра постојала електронска веза, помоћу које је емитент благовремено обавештаван о свакој обављеној трансакцији, како би ажурирао свој регистар. Такав компликован поступак је продужавао трајање процеса салдирања и неизвесност око стицања својства законитог имаоца хартија, због чега је од 2001. године уведено правило по коме је упис у централни регистар постао меродаван за утврђивање претпостављеног законитог имаоца хартија од вредности.³¹ У случају да се рачун у централном регистру води на име депозитара (на пример, кастоди банке), он тиме постаје законити ималац хартија, а његови клијенти (депоненти) имају положај економских власника депонованих

verkehr mit Auslandsberührung, Würzburg, Würzburger rechtswissenschaftliche Schriften, hrsg. von der Juristischen Fakultät der Universität Würzburg, Band 34, 2002, стр. 11; Obst/Hintner, *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, Ein Handbuch, 39. Auflage, hrsg. von Norbert Kloten, Johann Heinrich von Stein, Stuttgart, 1993, стр. 592; Fritz Fabricius, „Zur Theorie des stückelosen Effekten giroverkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen“, *Archiv für die civilistische Praxis*, 162. Band, 1963, стр. 460; E. Micheler, *нав. дело*, стр. 185 и 189.

27 A. Will у: S. Kümpel, A. Wittig (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 2355.

28 A. Will у: S. Kümpel, A. Wittig (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 2355.

29 A. Will у: S. Kümpel, A. Wittig (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 2355. У Немачкој однос повереништва није регулисан законом, већ представља општеприхваћен правни институт који је развијен од стране правне теорије.

30 E. Micheler, *нав. дело*, стр. 67.

31 E. Micheler, *нав. дело*, стр. 75.

хартија на основу односа фидуцијарног повереништва са депозитаром.³² Поред централног регистра, односно паралелно са њим, емитенти и даље воде своје регистре дематеријализованих хартија од вредности,³³ који се путем електронске везе са централним регистром редовно ажурирају у погледу промена законитих ималаца.³⁴ Међутим, упис у емитентов регистар је изгубио правни значај након централизације система регистрације хартија, те има само информативни карактер.

4. Француска

У француском праву утврђивање својства законитог имаоца зависи од врсте дематеријализованих хартија од вредности. У случају хартија од вредности на име, сваки емитент води своју евиденцију издатих хартија,³⁵ при чему је ималац рачуна у емитентовој евиденцији (регистру) претпостављени законити ималац хартија. Када би се рачун код емитента отворио и водио на име депозитара, он би тиме постао законити ималац, а пошто француско право не познаје институт повереништва, депоненти не би могли да остварују никакву стварноправну заштиту у односу на хартије као предмет депозита. Отуда се чување и администрирање дематеријализованих хартија од вредности на име никада не одвија на овај начин, већ депонент остаје ималац рачуна код емитента, па тиме и законити ималац хартија,³⁶ а депозитар добија само овлашћење да као његов заступник администрира рачун и врши права из хартија.³⁷

Особеност француског права у односу на остале истраживане правне системе се огледа у томе да оно познаје и дематеријализоване хартије од вредности на доносиоца. За хартије на доносиоца важи си-

32 R. Goode, *нав. pag*, у: F. Oditah (ed.), *нав. дело*, стр. 119; J. Benjamin, *Interests in Securities*, стр. 40 и 306; A. O. Austen-Peters, *нав. дело*, стр. 26, 38 и 74; E. Micheler, *нав. дело*, стр. 121.

33 J. Benjamin, *Interests in Securities*, стр. 204.

34 J. Benjamin, *Global Custody*, стр. 172 и 173.

35 C. Witz, *нав. pag*, у: K. Kreuzer (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 52; Y. Guyon, *нав. дело*, стр. 757 и 760; M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law*, стр. 98 и 99; M. Haentjens, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities*, стр. 48 и 49; H. Le Nabasque, A. Reygrobellet, *нав. чланак*, стр. 261; Philippe Grosjean, „La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées: assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété“, *Petites affiches*, no 33, 2005, стр. 7 и 8.

36 Rémy Libchaber, „Le dépôt d'instruments financiers“, *Droit & Patrimoine*, no 82, 2000, стр. 93.

37 Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Art. 322–60; упореди: Philippe Goutay, „La tenue de compte-conservation d'instruments financiers“, *Bulletin Joly Bourse et Produits Financiers*, no 59, mai-juin 1999, стр. 248.

стем евиденције код депозитара, у коме је за утврђивање својства законитог имаоца меродаван рачун који отвара и води овлашћени посредник (депозитар) на име свог клијента (депонента).³⁸ Пошто је депозит хартија од вредности на доносиоца по правилу вишестепен, законити имаоца је лице на чије име се води рачун код првог у низу депозитара. Другим речима, својство законитог имаоца се признаје крајњем депоненту, а не и имаоцима рачуна код виших депозитара, односно код централног депозитара.

5. Проблем хармонизације, односно унификације упоредноправних решења

Из приказаних решења се закључује да су упоредноправни приступи дефинисању законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности различити, због чега је тешко постићи хармонизацију, а камоли унификацију на регионалном, односно међународном нивоу. Овакав закључак потврђује и чињеница да се до сада остварена хармонизација, односно унификација тичала искључиво других питања права тржишта капитала (на пример, питања вршења права из хартија), док је проблематика одређења законитог имаоца остављана по страни. Тако и Директива ЕЗ о правима акционара не регулише питање ко се сматра акционаром (законитим имаоцем акција), већ то препушта националним правима држава чланица.³⁹ На исти начин поступа и недавно усвојена Женевска конвенција о хартијама од вредности, чијим правилима се штите улагачи у хартије од вредности које се чувају и администрирају од стране депозитара.⁴⁰

VII Нелогичност и противречност решења у српском праву

Право тржишта капитала Србије на особен начин комбинује описане системе евиденције дематеријализованих хартија од вредности. Са једне стране, Србија прихвата централизован систем регистрације хартија код Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности (у даљем тексту: Централни регистар). Са друге стране, право Србије усваја и систем евиденције дематеријализованих хартија од вред-

38 C. Witz, *нав. раг*, у: K. Kreuzer (Hrsg.), *нав. дело*, стр. 52; Y. Guyon, *нав. дело*, стр. 757 и 760; M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law*, стр. 98 и 99; M. Haentjens, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities*, стр. 48 и 49; H. Le Nabasque, A. Reygobellet, *нав. чланак*, стр. 261.

39 Shareholders' Rights Directive, Art. 2(1)(b).

40 UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva, 2009 (Geneva Securities Convention), 2009, Art. 8(2).

ности на рачунима код депозитара (кастоди банака). Међутим, за разлику од других земаља (попут Француске) које, такође, познају и систем регистрације и систем евиденције код депозитара, али та два система примењују одвојено у складу са различитим врстама хартија од вредности, право Србије је створило хибридни комбинацију ових система, која се примењује на све дематеријализоване хартије.

Према важећем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (у даљем тексту: Закон о тржишту капитала) Централни регистар би требало да води јединствену евиденцију законитих ималаца хартија од вредности.⁴¹ Поред Централног регистра сваки емитент може да води и своју евиденцију (регистар) законитих ималаца издатих хартија од вредности. Емитентов регистар је изричито регулисан једино за случај акција, у вези са којима акционарско друштво (емитент) може да води књигу акционара као евиденцију њихових законитих ималаца.⁴² Из регулативе књиге акционара недвосмислено произлази да је емитентов регистар изгубио правни значај за утврђивање својства законитог имаоца акција, те да је у том погледу апсолутни примат преузео Централни регистар.⁴³ Упркос недостатку изричите регулативе у том погледу, законско уређење Централног регистра омогућава неспоран закључак да је централизован систем регистрације прихваћен и за све остале дематеријализоване хартије од вредности, тако да емитентов регистар ни овде није правно релевантан за утврђивање законитих ималаца.⁴⁴

Из изложеног значаја Централног регистра за утврђивање својства законитог имаоца на први поглед произлази да је Србија у потпуности усвојила централизован систем регистрације, попут оног који постоји у Енглеској. Међутим, особеност српског система евиденције законитих ималаца дематеријализованих хартија од вредности долази до изражаја када се рачун код Централног регистра води на име кастоди банке или на име клијента кастоди банке, а за рачун других лица (депонената). У том случају кастоди банка, односно њен клијент, уписом у Централни регистар не стиче својство законитог имаоца, па чак ни формалну легитимацију за вршење права из хартија према њиховом

41 Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (*Службени гласник РС*, бр. 47/2006; даље у фуснотама: ЗТХОВ), чл. 2 ст. 1 тач. 15.

42 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 125/2004; даље у фуснотама: ЗПД), чл. 342 ст. 1 тач. 14.

43 ЗПД, чл. 207 ст. 3.

44 Осим тога, између Централног регистра и евентуалног емитентовог регистра не постоји директна електронска веза, због чега нема редовног ажурирања емитентовог регистра, нити његове потпуне усклађености са евиденцијом Централног регистра.

емитенту. Напротив, овде својство законитог имаоца, у смислу формалне и материјалне легитимације, има лице за чији рачун касоди банка, односно њен клијент, обавља посао чувања и администрирања хартија од вредности.⁴⁵ При том, ако касоди банка обавља депозитни посао за рачун друге касоди банке као непосредног сауговарача, а ова за рачун својих клијената (инвеститора), српски Закон о тржишту капитала својство законитог имаоца признаје другој у низу касоди банака, а не инвеститорима као крајњим депонентима.

Закључује се да решење српског Закона о тржишту капитала не пружа одговарајућу заштиту крајњим депонентима вишестепеног депозита. Овакав приступ није адекватан, јер се својство законитог имаоца паушално признаје непосредном клијенту касоди банке која води рачун код Централног регистра, независно од чињенице да ли је он истовремено и лице за чији рачун се у крајњем исходу пружа услуга чувања и администрирања хартија од вредности. Имајући у виду да српско право не прихвата институт повереништва, јасно је да крајњи депоненти у описаном случају не би могли да остварују никакве стварноправне захтеве у погледу хартија од вредности на рачуну код Централног регистра, већ су ограничени на вршење искључиво облигационоправних захтева према свом депозитару, као непосредном сауговарачу. У упоредном праву је слично решење прихваћено у Шпанији, али са потпуно другачијим правно-догматским објашњењем.

У Шпанији читав систем регистрације котираних дематеријализованих хартија од вредности почива на двостепеном вођењу регистра, у коме поред централног регистра учествују и његови чланови као својеврсна „продужена рука“ регистра. На првом нивоу регистрације се налази шпански централни регистар (*Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.*, скр. *IBERCLEAR*), који води власничке рачуне на име законитих ималаца и збирне рачуне на име својих чланова.⁴⁶ У случају збирних рачуна члан централног регистра у својој евиденцији отвара и води рачуне на име својих клијената. Према изричитом законском правилу чланови централног регистра се сматрају саставним делом централизованог система регистрације, те њихова евиденција ималаца рачуна хартија од вредности представља регистрацију другог нивоа (тзв. детаљни регистар).⁴⁷ Отуда, лица на чије име се воде рачуни код члана централног регистра имају својство законитих ималаца хартија, јер се сматрају уписаним у регистар који

45 ЗТХОВ, чл. 19 ст. 2.

46 Ignacio Gómez-Sancha Trueba, „Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)“, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, No. 1, 2008, стр. 43.

47 I. G.-S. Trueba, *нав. чланак*, стр. 43.

је меродаван за утврђивање формалне и претпостављене материјалне легитимације. Описана повезаност и јединственост евиденција централног регистра и његових чланова је могућа не само захваљујући изричитим законским правилима, већ и захваљујући практичном начину функционисања поступка регистрације, у коме свака радња централног регистратора има одговарајући број, који се саопштава члану регистра ради приписивања конкретном клијенту.⁴⁸

Српски режим утврђивања законитог имаоца умногоме подсећа на шпански систем. Међутим, за разлику од права Шпаније у Србији нису испуњене ни формалноправне ни практичне претпоставке за постојање јединствене двостепене регистрације законитих ималаца. Не само да српски Закон о тржишту капитала не придаје кастоди банкама значај регистратора другог нивоа, већ он изричито прописује да је Централни регистар *јединствена* евиденција законитих ималаца.⁴⁹ Насупрот томе, претходна анализа је показала да је Централни регистар у ствари само делимична евиденција законитих ималаца, док се други део ове евиденције налази код бројних кастоди банака, које не чине саставни део централизованог система регистрације. Такво решење је немогуће објаснити ослањањем на важећу српску правну догматику.

Проблем правно-догматског објашњења утврђивања својства законитог имаоца у српском праву је потенциран чињеницом да Закон о привредним друштвима ово питање уређује на битно другачији начин у односу на Закон о тржишту капитала. Према Закону о привредним друштвима својство акционара (законитог имаоца акције) се признаје лицу које је уписано у Централни регистар, при чему од таквог правила нема изузетка чак ни у случају да је кастоди банка, односно њен клијент, уписана у Централни регистар за рачун других лица.⁵⁰ Одатле произлази да ће се кастоди банка, на чије име се води збирни кастоди рачун код Централног регистра, третирати као акционар у складу са Законом о привредним друштвима. Поставља се питање, да ли изложено правило Закона о привредним друштвима дерогира одговарајућа правила Закона о тржишту капитала, када се ради о утврђивању законитог имаоца акција, као врсте хартија од вредности.

Из угла емитента, решење из Закона о привредним друштвима много боље одговара начину извршавања обавеза из хартија од вредности, које се у српском праву третирају као хартије на име. Када се Централни регистар схвати као *јединствена* евиденција законитих ималаца, онда акционарско друштво као емитент може од њега да добије

48 I. G.-S. Trueba, *нав. чланак*, стр. 43.

49 ЗТХОВ, чл. 2 ст. 1 тач. 15.

50 ЗПД, чл. 207 ст. 1.

податке о својим акционарима. При том је сазнавање идентитета акционара неопходно како би акционарско друштво могло да испуни законске обавезе према њима (на пример, обавезу упућивања личног позива на седницу скупштине). Насупрот томе, применом решења из Закона о тржишту капитала емитент не би могао да сазна ко су законити имаоци издатих хартија од вредности, ако је у Централни регистар уписана кастоди банка, односно њен клијент, за рачун других лица као законитих ималаца. Када се рачун код Централног регистра води на име кастоди банке, Централни регистар једино може да пружи информацију о идентитету кастоди банке, али не и о идентитету лица за чији рачун она обавља посао чувања и администрирања хартија од вредности. Штавише, кастоди банка не само да нема обавезу да обавести емитента о идентитету својих клијената и броју хартија од вредности које за њих чува на збирном кастоди рачуну, већ због правила о банкарској тајни има чак и забрану саопштавања тих података емитенту као трећем лицу.⁵¹

Из изложеног се закључује да би правила Закона о тржишту капитала о утврђивању својства законитог имаоца онемогућавала акционарско друштво да изврши поједине законске обавезе према акционарима, ако је у Централни регистар уписана кастоди банка или њен клијент за рачун других лица као акционара. Отуда је исправније решење по коме емитент испуњава своје обавезе према акционарима када их изврши кастоди банци (односно њеном клијенту), која је уписана у Централни регистар, док је она у складу са уговором са депонентима дужна да им проследи последице корпоративних радњи или обавештења у вези са њима. Ово схватање би требало примењивати и на друге хартије од вредности.

Српски режим утврђивања својства законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности би могао да постане кохерентан и логичан систем, ако би се Централни регистар заиста третирао као јединствена евиденција лица формално легитимисаних за вршење права из хартија према емитенту. На тај начин би емитент могао да се ослободи својих обавеза из хартија када их испуни лицима чији идентитет сазнаје од Централног регистра. Стога, ако је у Централни регистар уписана кастоди банка, односно њен клијент, а за рачун других лица, она тиме постаје овлашћена да у своје име прими испуњење емитентових обавеза са ослобађајућим дејством. Овакво тумачење је могуће само под условом да се у српском праву прихвати институт овлашћеног повереништва као основ на коме почива посао чувања и администрирања хартија од вредности за друге. Овлашћено повереништво би омогућило

51 Упореди: Н. Јовановић, *Берзанско право*, стр. 177.

да се вођење рачуна хартија од вредности код Централног регистра на име кастоди банке или њеног клијента схвати као заснивање формалне легитимације за вршење права из хартија према емитенту. Са друге стране, оно би омогућавало да законити ималац хартија од вредности у материјалноправном смислу остане депонент као непосредни сауговарач лица које је уместо њега уписано у регистар, а које у оквиру своје редовне делатности обавља послове чувања и администрирања хартија од вредности за друге.

VIII Предлог Закона о тржишту капитала – пропуштена прилика за унапређење важећих решења

Потреба модернизације српске регулативе права тржишта капитала и њене хармонизације са правом Европске уније представља основ за озбиљније преиспитивање и унапређење важећих решења. Покушај остварења овог циља је заокружен крајем 2010. године, када је израђен предлог новог Закона о тржишту капитала (у даљем тексту: Предлог).⁵² Нажалост, у погледу уређења питања дефинисања законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности Предлог не одступа битније од решења постојећег закона.

Према Предлогу законити ималац хартија од вредности је лице на чије име се води рачун тих хартија код Централног регистра.⁵³ Изузетно од овог начелног правила, када се рачун хартија од вредности код Централног регистра води на име депозитара, који чува и администрира хартије од вредности за своје клијенте, законити ималац је лице за чији рачун депозитар пружа те услуге.⁵⁴ При том, из непрецизне формулације правила садржаног у Предлогу није сасвим јасно да ли би у случају вишестепеног депозита својство законитог имаоца припадало крајњем депоненту, за чији рачун се у крајњем исходу пружа услуга депозита, или би се као законити ималац третирао непосредни сауговарач депозитара који је уписан у Централни регистар. Осим тога, из предложених решења се изводи недвосмислен закључак да депозитари хартија од вредности на чије име се отвара и води рачун код Централног регистра нису саставни део система регистрације, већ напротив представљају професионалне пружаоце услуга чувања и администрирања хартија, као додатних услуга уз инвестиционе услуге. Отуда, за правно-догматско објашњење

52 Предлог Закона о тржишту капитала од 31.12.2010. године, доступно на адреси: http://www.parlament.gov.rs/content/cir/akta/akta_detalji.asp?Id=1371&t=P (даље у фуснотама: Предлог ЗТК).

53 Предлог ЗТК, чл. 228 ст. 1.

54 Предлог ЗТК, чл. 2 ст. 1 тач. 32 и чл. 228 ст. 3 у вези са чл. 2 ст. 1 тач. 9 подтач. 1.

стицања својства законитог имаоца на нивоу рачуна код депозитара ни убудуће неће моћи да се користи модел шпанског система тзв. двостепене регистрације.

Из изложених правила произлази да ниједан од проблема важеће регулативе законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности није решен у Предлогу, те да ће нелогичност уређења овог питања наставити да отежава његову правну анализу. Наведени проблеми су потенцирани чињеницом да предлог новог Закона о привредним друштвима и даље изричито предвиђа супротно правило, по коме се „акционаром... у односу према акционарском друштву и трећим лицима сматра лице које је као законити ималац акције уписано у Централни регистар“.⁵⁵ Од овог правила нема изузетка, чак ни за случај када се у Централном регистру збирни кастоди рачун води на име кастоди банке, која обавља посао чувања и администрирања хартија од вредности за своје клијенте. При том су правила предложеног Закона о привредним друштвима и међусобно противречна, јер када је банка уписана у Централни регистар као законити ималац акција за рачун својих клијената, она се приликом вршења права гласа на скупштини акционара сматра *йуномоћником* у односу на клијента (депонента).⁵⁶ На основу приказаних решења је јасно у којој мери међу српским законописцима недостаје разумевање смисла постојања регистра хартија од вредности и начина функционисања депозита тих хартија.

IX Закључак

Српско право тржишта капитала начелно почива на тзв. директном систему држања хартија од вредности, у коме лица која чувају хартије од вредности преко депозитара задржавају својство законитих ималаца тих хартија, а тиме и непосредан однос са њиховим емитентом. У условима постојања јединственог централног регистра дематеријализованих хартија од вредности такав систем може да функционише као логична целина једино ако се прихвати институт овлашћеног повереништва. Упоредноправна анализа показује да је институт повереништва незаобилазан за доследно правно-догматско објашњење функционисања права тржишта капитала, које почива на дематеријализацији хартија од вредности. Ипак, у оквирима српске правне традиције прихватање по-

55 Предлог Закона о привредним друштвима од 19.4.2011. године, доступно на адреси: http://www.parlament.gov.rs/content/cir/akta/akta_detalji.asp?Id=1411&t=P (даље у фуснотама: Предлог ЗПД), чл. 249 ст. 1.

56 Предлог ЗПД, чл. 348 ст. 1: „Банка која води збирне или кастоди рачуне која се у јединственој евиденцији акционара води као акционар у своје име а за рачун својих клијената сматра се пуномоћником за гласање у односу на те своје клијенте...“

вереништва представља значајну новину, која захтева ширу анализу уз укључивање и других грана права, поред права тржишта капитала.

У недостатку могућности ослањања на овлашћено повереништво, српски режим утврђивања законитог имаоца би могао да постане кохерентан када би се законом изричито прописало да Централни регистар и његови чланови чине два нивоа јединственог система регистрације, попут решења усвојеног у Шпанији. Међутим, у Србији нису испуњене ни законске ни фактичке претпоставке за постојање јединственог дво-степеног система регистрације дематеријализованих хартија од вредности, што се неће променити ни усвајањем новог Закона о тржишту капитала. Отуда, развој српске правне мисли у правцу усвајања института повереништва представља једини пут за разрешење бројних правних дилема и противречности у вези за утврђивањем својства законитог имаоца дематеријализованих хартија од вредности, како би се остварила неопходна правна сигурност у овој области.

Mag. Mirjana RADOVIĆ, LL.M. (Humboldt)

Junior Faculty Member at the Faculty of Law University of Belgrade

LEGAL TITLE HOLDER OF DEMATERIALISED SECURITIES

Summary

In this paper the author analyses who is the legal title holder of dematerialised securities. In the first, introductory part, the author explains the notion of legal title holder through formal and material (substantive) legitimation to exercise rights as against the issuer. Thereafter, the specific problems with regard to determining the legal title holder of dematerialised securities as opposed to materialised securities are presented. In this respect it is concluded that the legal title holder of dematerialised securities can only be a person in whose name a securities account is opened. However, there are often two or more securities accounts concerning the same dematerialised securities, which are opened in the name of different persons. The second part of the paper deals with basic systems of recording dematerialised securities: decentralised or centralised registration system and system of recording securities in an account with a custodian. The third part of the paper discusses which securities account is relevant for determining the legal title to securities. In addition to that, the author gives illustrative examples of dealing with this question in the comparative law, using

selected legal systems with developed capital markets (USA, Germany, England and France). Finally, comparative legal solutions are used as a basis for critical analysis of the Serbian regulation, that can be described as illogical and contradictory, which is why it creates legal uncertainty for issuers and capital market investors.

Key words: *legal title holder, securities, dematerialisation, account, register, custody, safeguarding and administering.*