

---

# ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

---

УДК: 347.72 ; 346.9:336.763.162

CERIF: S 144

ТИП РАДА: ИЗВОРНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP\_26201A

др *Небојша* ЈОВАНОВИЋ<sup>\*</sup>  
редовни професор Универзитета у Београду – Правног факултета,  
Србија

## ПРАВНА ЗАШТИТА ИМАЛАЦА ОБВЕЗНИЦА ПРИВРЕДНОГ ДРУШТВА<sup>\*\*</sup>

### Сажетак

У овом раду писац размајтра правила о правној заштити ималаца обвезница у односу на привредно друштво које их је издало. Пошто су имаоци обвезница, у ствари, повериоци (зајмодавци) издаваоца, они могу да се заштите по општим правилима облигационе права којим се уређује заштита повериоца у односу на дужника (нпр. у парничном поступку). Али, пошто њихово издавање може да буде значајан извор финансирања привредних друштава, компанијско право уређује посебне начине њихове заштите, као посебне скуине поверилаца повезаних заједничким интересом (правима у емисији) према друштву, као издаваоцу. У раду се укратко објашњавају начини њихове компанијскоправне заштите, с тим што се подробно објашњава само онај којим се они организују у посебну правну заједницу, ради заједничког насупућања у односу на издаваоца. У уредном праву постоје два основна система правној организовања ималаца обвезница. Први је систем њиховој

<sup>\*</sup> Електронска адреса аутора: [nebojsaj@ius.bg.ac.rs](mailto:nebojsaj@ius.bg.ac.rs).

<sup>\*\*</sup> Чланак је настао као резултат рада на пројекту *Проблеми стварања, примене и тумачења права* Универзитета у Београду – Правног факултета за 2026. годину.

законској организацији, који је засниван, на пример, у Француској, а други је систем њиховој уговорној организацији (повереништва, труст; trust), који је засниван у земљама common law система. Закључује се да у српском праву постоји озбиљна правна празнина у вези са правном организацијом малца обвезница ради заштите њихових права и интереса према друштву, као дужнику. Препоручује се да се због тога дојуди Закон о привредним друштвима или да се донесе посебан закон о обвезницама.

**Кључне речи:** Обвезнице. – Правна заштита. – Скупиштина малца обвезница. – Trust.

## I Увод

Привредно друштво које нема довољно средстава (акумулације) да исуфинансира намеравани дугорочан пословни подухват у делатности којом се бави (нпр. да изгради фабрику), има два начина да их сакупи.<sup>1</sup> Први је да прибави нове улоге од трећих лица или својих чланова, чиме они стичу или увећавају своје уделе у његовом основном капиталу (нпр. издавањем акција).<sup>2</sup> Тада оно нема обавезу враћања сакупљених средстава улагачима. Други начин је узимање зајма, који мора да врати о доспелости.<sup>3</sup> Њега друштво може да узме од банке на основу уговора о кредиту, или од већег броја улагача, којим, као купцима, издаје (продаје) обвезнице (*bonds, debentures, obligations, облигације, Anleihen*).<sup>4</sup>

1 Stefan Grundman, Florian Möslein, *European Company Law*, Oxford, 2007, 374; J. de la Morandière, R. Reodiére, R. Houin, *Droit commercial*, Tome I, Paris, 1958, 433, 434; J. D. Prenkert, A. J. Barnes, J. Perry, T. Haugh, A. Stemler, *Business Law*, New York, 2022, 42–11; Lee Roach, *Company Law*, Oxford, 2022, 609.

2 *Напомена*. У овом раду се уделом сматра и акција, ако друкчије није написано.

3 Дејан Ерић, Малиша Ђукић, Душко Бодрожа, *Финансијска тржишта*, Београд, 2021, 600; Elis Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2008, 511; S. Grundman, F. Moslein, 374.

4 О обвезницама вид. Мирко Васиљевић, *Компанијско право*, Београд, 2019, 335; Небојша Јовановић, *Уџбеник из компанијског права*, Београд, 2026, 267; Вук Радовић, „Глава XVIII – Акционарско друштво“, *Компанијско право* (Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић), Београд, 2023, 440; Братислав Миловановић, Драган Вујић, *Пословно право*, Крагујевац, 2012, 771; Дијана Марковић Бајаловић, *Право привредних друштава*, Источно Сарајево, 2011, 224; S. Girvin, S. Frisby, A. Hudson, *Charlesworth's Company Law*, London, 2010, 606; Stephen Mayson, Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan Company Law*, Oxford, 2016, 314; Paul Davies, *Gower and Davies' Company Law*, London, 2003, 805, 809; Rodger Miller, Gaylord Jentz, *Business Law Today*, Mason, 2003, 529; Paul Didier, Phillippe Didier, *Droit commercial – Les sociétés commerciales*, Paris, 2011, 826; Dominique Vidal, *Droit des sociétés*, Montchrestien,

Друштво одлучује да се узајми издавањем обвезница маси улагача на тржишту кад сматра да ће тиме прикупити потребан капитал лакше и под повољнијим условима него кад би узело кредит од банке, која му намеће строге услове давања, отплате и контроле кредита.<sup>5</sup> Оно привлачи улагаче нуђењем повољнијих камата него оне које дају банке на новчане депозите и улоге на штедњу. У земљама развијених тржишта капитала, обим капитала који издаваоци прибављају по основу обвезница, вишеструко је већи од оног који прибављају издавањем акција.<sup>6</sup> У Србији, међутим, привредна друштва узимају кредите углавном од банака, те готово да нема њихових обвезница на нашем тржишту капитала. Разлог за то су злоупотребе против малих улагача у почетној фази развоја тржишта капитала, а поготово у приватизацији друштвених предузећа. Због тога међу улагачима влада неповерење у систем тржишта капитала, те регулаторне органе који треба да их заштите од злоупотреба издавалаца и професионалних трговаца хартијама.

Куповином обвезница, било у емисији од издаваоца, било на тржишту од постојећег имаоца (нпр. у берзи), купац се, међутим, као поверилац, излаже ризику да не успе да намири потраживање које има по основу њих од издаваоца, као дужника, или да не успе да га ваљано намири (нпр. намири га умањено због стечаја издаваоца). Овај ризик постоји, јер је привредно друштво непоузданији дужник од државе, због чега се њене обвезнице сматрају поузданим средством улагања новца.<sup>7</sup> Због тога се јавља питање како да се улагач у обвезнице привредног друштва што боље заштити од ризика њихове ненаплате или злоупотребе издаваоца у вези са њима.

## II Две врсте ималаца обвезница

Немају сви улагачи једнаку потребу за правном заштитом, јер њихово познавање тржишта капитала и имовинска моћ нису исти. Због тога се разликују велики и учени улагачи (професионални улагачи) од малих и неких улагача. Кад привредно друштво изда обвезнице професионалним улагачима, као што су банке, инвестициони фондови или инвестициона друштва, не јавља се питање њихове правне заштите у

---

2003, 500; J. Mestre *et al.*, *Droit commercial*, Tome I, Paris, 2016, 507; Phillipe Merle, Anne Fauchon, *Droit commerciales – Sociétés commerciales*, Paris, 2016, 408; Pierre Terriere, Marc Amstutz, *Code de obligations II – Comentaire romand*, Helbing Lichtenthahn, 2008, 2646.

5 P. Merle, A. Fachon, 408.

6 Д. Ерић, М. Ђукић, Д. Бодрожа, 605; E. Ferran, 511, 512.

7 Д. Ерић, М. Ђукић, Д. Бодрожа, 611, 617, 618.

остваривању права које имају по основу обвезница, као њихових има- лаца (обвезничара, *bondholders*, *obligataires*).<sup>8</sup> Они су довољно стручни и имовински моћни, да се сами старају о својим интересима, како би избегли ризик давања зајма друштву сумњиве солвентности, односно како би натерали солвентно друштво да им га о доспелости уредно вра- ти исплатом главнице купљених обвезница са каматом.<sup>9</sup>

Кад друштво, међутим, изда обвезнице (нпр. јавном понудом уз објаву проспекта) великом броју малих улагача (тзв. штедиша), јавља се проблем њихове правне заштите у одржавању и намирењу потраживања по основу обвезница. Друштво је стручније и имовински моћније од ма- лих улагача, који су неуки и често наивни, јер обично само размишљају о обећаној повољној камати кад купују његове обвезнице. Осим тога, они се међусобно не познају, те су неповезани и разједињени, иако су скупина лица са заједничким интересом према друштву, као издаваоцу, а то је интерес намирења потраживања по основу обвезница. Правна заштита на коју поједини обвезничар има право, као поверилац према дужнику, по основу општих правила грађанског права (нпр. у парници), често није ефикасна, те се јавља потреба њихове заједничке правне за- штите, као посебне скупине. Ово због тога што они, у ствари, чине једну правну заједницу, коју српско право познаје само у назнакама, али је врло површно уређује.

### III Оправдање посебне правне заштите ималаца обвезница

#### 1. Сукоб интереса чланова и ималаца обвезница

Ризици по имаоце обвезница привредног друштва, због којих уживају посебну заштиту према њему, проистичу из чињенице да им је сукобљен интерес у пословању друштва са интересом његових чла- нова (нпр. акционара).<sup>10</sup> Интерес ималаца обвезница је да им друштво редовно и благовремено исплаћује камате (нпр. сваких шест месеци), те да им о доспелости исплати главницу дуга. Тиме се смањује добит коју

8 *Објашњење*. Израз „обвезничар“ није законски израз, већ је аналогијом изведен израз из речи „обвезница“, као што је израз „акционар“ изведен из речи „акција“.

9 Дијана Марковић Бајаловић, *Бонд као средство обезбеђења у англосаксонском и међународном привредном праву*, Београд, 1989, 79.

10 Stewart Robertson, „Debtenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Ma- nagerial Discretion in the Solvent Enterprise“, *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 11(2), 1988, 11,12; J. Morandière, R. Rodière, R. Houin, 442, 443; М. Васиљевић, 340; Д. Марковић Бајаловић (1989), 5.

друштво остварује, јер су исплате по обвезницама њиховим имаоцима трошак у његовом пословању.<sup>11</sup> Осим тога, имаоци обвезница у случају стечаја друштва, имају предност у намирењу потраживања у односу на његове чланове, као власнике, јер су ови, у ствари, подређени повериоци у наплати стечајног остатка.<sup>12</sup> Интерес чланова друштва, напротив, јесте да оно остварује што већу добит, како би могло да им исплаћује веће дивиденде по основу њихових удела у капиталу. Значи, што је већи износ трошкова за намирење потраживања ималаца обвезница, то је мања добит која друштву остаје за расподелу члановима и за друге сврхе (нпр. резерве, развој), ако му она уопште остане.

Описани сукоб интереса се одражава на рад управе друштва (нпр. директора, односно чланове надзорног одбора), јер она води његово свакодневно пословање, те предлаже одлуке акционарима, које они доносе на скупштини. Управа друштва, као издаваоца, мора да буде ода-на друштву и његовим члановима, а не повериоцима, јер је обавезна да ради у њиховом најбољем интересу.<sup>13</sup> Отуда је присиљена да настоји да задовољи чланове (власнике) друштва, како је не би сменили. У вођењу послова друштва, управа ужива самосталност (дискрецију), јер ужива поверење својих чланова. Отуда може постепено и неприметно за повериоце, односно обвезничаре, да доноси одлуке, односно наведе чланове да на скупштини доносе одлуке којим се угрожава намирење њихових потраживања. Таквим одлукама је могуће да се врше скривене исплате члановима, те да се друштво толико исцрпи, да падне у стечај. У њему обвезничари и остали повериоци редовно не могу у целости да намире своја потраживања према друштву, без обзира што уживају првенство у односу на чланове.

Због тога је за имаоце обвезница кључно питање начина на који могу да спрече да друштво, односно његова управа, послује тако да угрози намирење њихових потраживања по основу обвезница. Оно је поготово кључно за мале имаоце због њихове разједињености, неукости и мале имовинске моћи. У том циљу им је битно да спрече три врсте радњи друштва издаваоца, којим може да угрози њихова потраживања. Прва врста су исплате акционарима преко допуштених граница, друга врста су радње разблаживања капитала издаваоца (нпр. ново задуживање ради исплата постојећим обвезничарима и акционарима), а трећа врста су радње промене ризика у његовом пословању (нпр.

---

11 Драган Радоњић, *Право привредних друштва*, Подгорица, 2008, 357.

12 P. & P, Didier, 828.

13 Закон о привредним друштвима – ЗПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021 и 19/2025, чл. 63.

промена делатности или седишта, статусна промена, располагање великом имовином).<sup>14</sup>

## 2. Ризици по имаоце обвезница

Ризици који прете обвезничарима због описаног сукоба интереса постоје током пословања друштва, а посебно кад падне у стечај због инсолвентности.<sup>15</sup> Током пословања друштво има потребу да се прилагођава промењеним околностима на тржишту и приликама које се на њему дешавају. Отуда понекад треба да изврши структурне промене (тзв. реорганизација), које могу битно да утичу на његово пословање, а да би опстало или успешније пословало. То су, на пример, промена делатности, седишта, имена, статуса (нпр. припајање) или правне форме, затим располагање великом имовином, смањење капитала, исплата удела члановима, стицање сопствених удела и друго. Услед њих друштво може не само да побољша своје пословање, већ и да га погорша, чиме угрожава своју способност да повериоцима намири потраживања.

На пример, акционарско друштво, које је издало обвезнице, намерава да се припоји другом акционарском друштву, које је економски моћније, али којем издате акције по комаду сразмерно мање тржишно вреде. Оба друштва имају повериоце, али друштво које се припаја има сразмерно мањи дуг према вредности своје имовине, него друштво којем се припаја (тзв. левериџ). Након његовог припајања, повериоци припојеног друштва (припојеника) постају повериоци друштва које га је припојило (припојиоца). Тиме добијају конкуренцију у намирењу својих тражбина поверилаца припојиоца, чиме им је поверилачки положај ослабљен, јер им је повећан ризик намирења потраживања од новог дужника. Иако се повериоцима припојеника мења дужник, по компанијском праву се за такву промену, односно припајање друштва не тражи њихова сагласност, као што је то у грађанском праву. Њима се даје само право да буду на време обавештени о предстојећем припајању, те да затраже обезбеђење својих тражбина у случају кад би им њихово намирење било угрожено услед припајања. Исто важи и за повериоце припојиоца, јер и њима може намирење да буде угрожено, ако му се припаја друштво чији су пословни резултати сразмерно лошији од његових.

14 S. Robertson, 465; William Bratton, „Bond Covenants and Creditor Protection: Economic and Law, Theory and Practice, Substance and Process“, *European Business Organization Law Review*, No. 1/2006, 47–49.

15 Д. Ерић, М. Ђурић, Д. Бодрожа, 627–632.

И без структурних промена, могуће је да услед неповољних услова пословања, друштво које је издало обвезнице лоше послује, те да не може благовремено о доспелости да исплати камату и главници њиховим имаоцима. Отуда оно може да им затражи сагласност да одложи исплату дугова и да смањи камату. По правилима грађанског права, сваки ималац обвезнице се појединачно изјашњава друштву као повериоцу, што свакако није добро са становишта компанијског права. Пристајањем једних, а несагласношћу других ималаца обвезница вређа се начело равноправности ималаца обвезница исте номиналне вредности у истој емисији.<sup>16</sup> То друштву ствара ризик парничења.<sup>17</sup>

Посебан ризик по имаоце обвезница је претерано задуживање друштва (тзв. разблаживање капитала). Оно, рецимо, може да изда нове обвезнице, како би сакупило новац да исплати дивиденде члановима, али и да намири потраживања ималаца већ издатих обвезница. Друштво може новим имаоцима обвезница да успостави залог у својој имовини, или првенство у намирењу њихових потраживања у односу на имаоце постојећих обвезница. Уместо да изда нове обвезнице, друштво може у истој намери да се додатно задужи код једне или више банака, дајући им предност у намирењу у односу на обвезничаре. Бројни су начини на које друштво може да изигра масу малих ималаца обвезница.<sup>18</sup>

Из реченог проистиче да постоји ризик да друштво, као дужник, настојећи да оствари своје пословне интересе и интересе својих чланова, може да злоупотреби своју стручност и имовинску снагу на штету ималаца обвезница. Оно може да настоји да их приволи да пристану на његове одлуке у пословању, које им повећавају ризик намирења потраживања или им умањују или укидају права по основу издатих им обвезница (нпр. о статусној промени, смањењу капитала, исплати члановима, одлагању исплате по обвезницама и друго). То је разлог због којег се у компанијском праву успостављају посебни начини заштите поверилаца друштва, укључујући и обвезничаре.

---

16 Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021, чл. 96; J. Mestre *et al.*, 507.

17 Равноправност улагача једно је од начела компанијског права Европске уније. Вид. Упутство ЕУ бр. 2004/109 о транспарентности података о издаваоцима хартија од вредности укључених у трговину на регулисаном тржишту (*Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, OJ L; даље у фуснотама: Упутство о транспарентности), чл. 17, чл. 18. Вид. S. Grundman, 426.

18 W. Bratton, 46–48.

## IV Начини правне заштите ималаца обвезница

### 1. Три начина заштите

Српско право има врло мало посебних правила о заштити ималаца обвезница, као поверилаца друштва, у ситуацијама које стварају ризик намирења њихових потраживања. Оно их углавном штити правилима о заштити поверилаца, јер има само неколико правила којима се уређује посебна заштита ималаца обвезница.<sup>19</sup> Према општости примене, могу да се разликују три начина њихове заштите. Први је по правилима грађанског права, други је по правилима компанијског права, а трећи је намењен само за заштиту ималаца обвезница.

Први и најопштији начин заштите је по општим правилима грађанског (облигационог) права. Реч је о заштити сваког имаоца обвезнице појединачно по општим правилима о заштити поверилаца (нпр. прибављањем обезбеђења, тужбом, извршењем по основу обвезнице као веродостојне исправе).<sup>20</sup>

### 2. Заштита обвезничара, као поверилаца, по правилима компанијског права

Други начин заштите ималаца обвезница је по посебним правилима компанијског права, којим се штите сви повериоци. Компанијско право садржи бројна правила којим се штите повериоци друштва у односу на њега сâмо и на његове чланове. Навешће се неколико ситуација њихове компанијскоправне заштите.

Најбоље су заштићени повериоци друштва лица (ортакчког и командитног друштва), јер ортаци у њима одговарају повериоцима неограничено солидарно са друштвом за његове дугове повериоцима целом имовином. Ова заштита је, међутим, неизвесна, јер је допуштено да и правна лица буду ортаци у друштвима лица, укључујући и једночлана друштва с ограниченом одговорношћу. Како је минималан основни капитал ове врсте друштва у Србији само 100 динара, једно лице може лако да изигра обавезу вишечланости и неограничене одговорности оснивањем два једночлана друштва с ограниченом одговорношћу, свако са капиталом од по 100 динара, која потом, у својству ортака, оснују ортакчко друштво. Ово потом емитује обвезнице, те их о доспелости не

19 *Найомена*. Један од главних циљева права тржишта капитала и компанијског права Србије и Европске уније (ЕУ) јесте заштита улагача у серијске хартије од вредности. Вид. S. Grundman, 383; ЗТК, чл. 1.

20 Слично Татјана Јевремовић Петровић, *Групе привредних друштва*, Београд, 2014, 391, 396, 397.

отплати. Имаоци обвезница би тада могли да траже тужбом намирење од друштава, као ортака у друштву издаваоцу. Ако она имају симболичан капитал, онда ни од њих не могу да се намире. Имаоци обвезница би могли да туже њиховог јединог члана по основу пробијања правне личности, али српска судска пракса је одбојна у примени наведеног института.<sup>21</sup>

Повериоци друштва, укључујући и друштва капитала, као издаваоце, штите се бројним правилима. Заштитна правила могу да се, према сврси, разврстају на пет група.

Прва група су правила која се тичу основног капитала, чији је циљ да друштво заиста има имовину вредну колико је огласило у регистру и својим финансијским извештајима, те да се спречи да је потроши, услед чега не било способно да намири повериоце.<sup>22</sup> То су правила о минималном капиталу (бар за акционарско друштво) и о његовом сакупљању, као што су она о обавези уношења улога, о забрани друштву да стиче уделе (акције) од себе (нпр. у емисији), о процени неновчаног улога, о праву повериоца да побија споразум о процени неновчаног улога, о минималној емисионој цени акција и о забрани ослобађања улагача од обавезе уношења улога.<sup>23</sup> Правила о одржавању основног капитала друштва капитала, такође, служе заштити поверилаца. У њих спадају, рецимо, правила о забрани друштву да врати улог члану, да смањи основни капитал, осим у прописаним случајевима, да стиче сопствене уделе (акције), да помаже улагачима да стекну удео у капиталу друштва, да почне нову емисију акција пре него што акционари потпуно не унесу улоге за акције купљене у ранијој емисији, да врши исплате члановима (акционарима) ван прописаних граница (нпр. више од остварене добити), да повуче уделе (акције), као и правила о одговорности чланова управе за повреде прописаних забрана.<sup>24</sup>

Друга група су правила о обавештавању јавности, укључујући и повериоце. Друштво мора да се региструје, те да регистру преда свој оснивачки акт (статут). Свако лице има право бесплатног и слободног увида у регистар, како би сазнало основне податке о друштву. Тиме се улагачи штите од ризика куповине хартија, укључујући и обвезнице, лошег друштва. Кад акционарско друштво јавно емитује хартије, мора

---

21 ЗПД, чл. 18, чл. 93, чл. 125 и чл. 145. Вид. М. Васиљевић, 85.

22 Татјана Јевремовић Петровић, „Заштита поверилаца путем правила о капиталу друштва“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске Уније (2011)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2011, 119; Н. Јовановић (2026), 282, 283.

23 ЗПД, чл. 45–49, чл. 59, чл. 60, чл. 145, чл. 258, чл. 260, чл. 263 и чл. 293.

24 ЗПД, чл. 60, чл. 147, чл. 154, чл. 155, чл. 157, чл. 184, чл. 185, чл. 275, чл. 281, чл. 319, чл. 321; Т. Јевремовић Петровић (2011), 122.

да састави јавну понуду и проспект, те да их објави, пошто их претходно допусти Комисија за хартије од вредности, ако оно испуни прописане услове. Јавно друштво је, такође, дужно да редовно објављује финансијске и пословне извештаје докле год су му хартије које је издало у јавној трговини. Тиме јавност, укључујући и повериоце, може да сазна у каквом се имовинском и правном стању налази друштво које им је дужник.<sup>25</sup>

Трећом групом правила се уређује заштита поверилаца у структурним променама друштва, као што је статусна промена, промена правне форме, смањење капитала, стицање сопствених удела (акција) и располагање имовином велике вредности. Заштита се, у суштини, састоји у томе што се прописују строги услови и поступак за спровођење структурних промена, како друштво њима не би створило привид код улагача да му је капитал већи него што јесте (тзв. привидни капитал), те да тиме оштети повериоце. Због тога се друштву захтева да благовремено објавом обавести повериоце пре него спроведе структурну промену. Оно је чак дужно да познате велике повериоце обавести лично. Повериоци немају право да забране друштву да спроведе намеравану структурну промену, али је оно обавезно да им пружи обезбеђење потраживања на њихов захтев, ако њоме може да буде угрожено њихово намирење.<sup>26</sup>

Четврта група се тиче посебних мера за заштиту поверилаца у случајевима кад друштво или његови чланови предузимају радње на њихову штету. Једна од посебних мера је право повериоца да судским путем „пробије“ правну личност друштва капитала. Тиме му се даје право да намири потраживање од члана друштва капитала, који злоупотребљава његов одвојени правни субјективитет у своју корист, а на штету друштва и његових поверилаца.<sup>27</sup>

Још једна посебна мера је парница по деривативној тужби. Чланови друштва, али не и повериоци, имају право да захтевају накнаду штете од члана управе који је повредио неку од посебних дужности које има према друштву (нпр. дужност пажљивог рада за друштво или несукобљавања интереса). Ако друштво само не тражи накнаду штете, члан друштва има право да је тражи за рачун друштва. Али, у случају

25 ЗПД, чл. 5, чл. 8, чл. 9; ЗТК, чл. 37, чл. 40, чл. 48, чл. 54, чл. 55, чл. 70–90, чл. 97. Вид. Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, 469, 472, 522; E. Ferran, 524–528, 531; Joseph Goodbar, „Bond trustees as Statutory Trustee“, *Boston University Law Review*, No. 4/1948, 412; S. Grundman, 375, 408, 416, 427.

26 ЗПД, чл. 281–291, чл. 319–322, чл. 495–497, чл. 500, чл. 505, чл. 509–514.

27 ЗПД, чл. 18. Вид. Дијана Марковић Бајаловић, *Концентрације њивредних субјеката*, Београд, 2025, 412–415; Небојша Јовановић, „Побијање правног субјективитета компанија“, *Правни животи*, бр. 10/1997, 865.

кад ни друштво, ни његов члан не траже накнаду штете нанете друштву, питање је да ли би требало признати право на деривативну тужбу имаоцима замењивих обвезница. Има мишљења да би им требало признати, ако им је угрожено намирење потраживања радњама обвезника посебне дужности, поготово из разлога што су они вероватни будући акционари.<sup>28</sup>

Посебна мера заштите поверилаца је и право сваког лица са правним интересом, укључујући и обвезничара, да захтева од суда да друштву постави привременог заступника, у случају кад оно нема директора дуже време. Тиме се омогућава да повериоци воде парницу против друштва ради намирења потраживања, иако оно само није именовало директора, те не би имало заступника.<sup>29</sup> У посебне мере заштите поверилаца спадају и обавеза јавног друштва да спроведе спољну ревизију свог финансијског извештаја. Тиме ревизор, као стручно и од друштва независно лице, проверава истинитост података о пословању које је друштво унело у финансијски извештај.<sup>30</sup> Повериоци су заштићени кад је друштво издавалац обвезница уговором о контроли подређено другом друштву, као надређеном (контролном), јер надређено друштво одговара повериоцима подређеног друштва у случају престанка уговора.<sup>31</sup>

Пета група се тиче престанка друштва, било ликвидацијом, било стечајем. Правила о заштити поверилаца у поступку његовог престанка су бројна, али су два кључна. Прво је да чланови друштва могу да намирују своја потраживања од друштва по основу удела у основном капиталу, само ако у имовини друштва остане вишак након потпуног намирења његових поверилаца. Друго правило је да након принудне ликвидације владајући (контролни) члан друштва капитала одговара неограничено целом имовином за његове обавезе у наредне три године након брисања друштва из регистра.<sup>32</sup>

---

28 ЗПД, чл. 73–80. Вид. Robert Malstrom, „Stockholder’s Derivative Actions by Holders of Convertible Debentures“, *University of Michigan Journal of Law Reform*, No. 3/1973, 761, 779, 780.

29 ЗПД, чл. 426.

30 ЗПД, чл. 453–456; Закон о ревизији, *Службени гласник РС*, бр. 73/2019, чл. 2 и чл. 4.

31 ЗПД, чл. 566; Мирко Васиљевић, Татјана Јевремовић Петровић, Јелена Лепетић, *Компанијско право – Право привредних друштва*, Београд, 2023, 839, 426; Татјана Јевремовић Петровић (2014), 407.

32 ЗПД, чл. 541, чл. 548. У стечају повериоци имају могућност проширења стечајне масе и на имовину трећих лица по основу побијања правне радње стечајног дужника, ако су је од њега олако стекли уочи стечаја. Вид. Закон о стечају, *Службени гласник РС*, бр. 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС, 83/2014, 113/2017, 44/2018, 95/2018 и 44/2025 – одлука УС), чл. 147, чл. 119–130.

### 3. Посебна заштита ималаца обвезница

Мана грађанскоправног и компанијскоправног начина заштите ималаца обвезница јесте у томе што не омогућавају њихову организовану заштиту, као посебне интересне групе у односу на издаваоца. Због тога је нужан трећи начин њихове заштите, а он се састоји у њиховом правном организовању у посебну правну заједницу, којој се омогућава да штити своје „чланове“ заједно у намирењу потраживања према друштву чије обвезнице имају.

Закон о привредним друштвима Србије уређује искључиво поједине начине заштите ималаца замењивих обвезница, а не и ималаца обичних (незамењивих) обвезница. Они се сматрају будућим акционарима друштва издаваоца, те уживају појачану заштиту у односу на остале обвезничаре. Одлуку о емисији замењивих обвезница може да донесе само скупштина друштва, а управа само у оквиру одобреног капитала. Њихови имаоци имају право пречег уписа акција, ако их друштво емитује до њихове доспелости, као да су његови акционари. Друштво не сме да издаје замењиве обвезнице по емисионој цени нижој од номиналне вредности акције за које могу да се замене, а ни од тржишне, ако је она већа од номиналне вредности на дан емисије. Кад друштво стекне замењиве обвезнице од ималаца којим их је издало, дужно је да их поништи (тзв. сопствене замењиве обвезнице), чиме смањује условно повећање свог основног капитала. Оно не сме да их поново емитује, иако им није истекао рок доспелости. Ако друштво повећа основни капитал из своје нето имовине (нпр. добити), имаоцима замењивих обвезница се сразмерно повећава право њихове замене за акције.<sup>33</sup>

Насупрот српском компанијском праву, страна права пружају посебну заштиту имаоцима свих обвезница, а не само замењивих. На пример, француско право предвиђа низ посебних мера њихове заштите. Оно забрањује друштву да емитује обвезнице док му акционари не унесу у целости улоге по основу акција које су уписали (купили). Раније је забрањивало друштву да емитује обвезнице у прве две године након оснивања, а сад му је то допуштено, под условом да обезбеди потраживања њиховим имаоцима (тзв. покривеним обвезницама).<sup>34</sup> Оно обавезује друштво да пружи подробна обавештења о себи, емисији и обвезницама њиховим имаоцима, а кад је емисија јавна, мора и да их објави, под претњом кажњавања.<sup>35</sup>

33 ЗПД, чл. 262, чл. 263, чл. 292, чл. 309, чл. 482. Вид. P. & P. Didier, 827, 828; P. Merle, A. Fauchon, 415.

34 *Найомена*. Руско право и даље садржи наведену забрану (Вид. Hiroshi Oda, *Russian Commercial Law*, Leiden, Boston, 2007, 148). Било би добро да такву забрану садржи и српско право, кад се има у виду неукост домаћих физичких лица, као улагача.

35 J. Morandière, R. Rodière, R. Houin, 433; J. Mestre *et al.*, 508, 509.

За разлику од Закона о привредним друштвима Србије, Закон о тржишту капитала признаје имаоцима обвезница у једној емисији друштва статус посебне правне заједнице (чл. 96). Због тога садржи основна правила о њиховом организовању.

## V Заштита ималаца обвезница као правне заједнице

### 1. Потреба за заједничком заштитом ималаца обвезница

Има мишљења да нема потребе за правним организовањем ималаца обвезница ради њихове заједничке заштите. Оне су преносиве хартије од вредности, те ималац може да их прода на тржишту пре доспелости. Наплатом куповне цене од трећег лица, ималац, као продавац, може да поврати улагање у њих, ако сматра да су неисплативе. Осим тога, у Србији се кредитирањем привредних друштава углавном баве банке и други професионални улагачи, који, као стручна и имовински моћна лица, могу сами да се заштите од ризика невраћања кредита, односно ненаплате издатих им обвезница.<sup>36</sup>

Чини се да наведени разлози нису довољно оправдање да се правом не уреди организовање ималаца обвезница ради њихове појачане заштите у односу на издаваоца. Наиме, кад издавалац лоше послује, те се то сазна на тржишту, ималац обвезница тешко да може да их прода, јер је ретко ко вољан да их купи због повећаног ризика ненаплате. За њих плаћа нижа цена од њихове номиналне вредности, те улагач, као продавац, трпи губитак, ако уопште успе да их прода. Осим тога, ако у Србији тренутно друштва не врше масовне емисије обвезница малим улагачима, не значи да их неће вршити у будућности, кад се стање на тржишту поправи. Најзад, правно организовање ималаца обвезница није корисно само њима, већ и друштву, као издаваоцу. Ово из разлога што му се на тај начин омогућава да лакше уреди своје односе са масом ималаца обвезница, због начела већинског одлучивања њихове скупштине. Тиме се спречава да мањина несагласних ималаца воде парнице против друштва, кад је њихова скупштина донела пуноважну одлуку о преуређењу односа са издаваоцем поводом издатих им обвезница.<sup>37</sup> Због тога ваља размотрити два система правног организовања ималаца обвезница у упоредном праву.<sup>38</sup>

---

36 М. Васиљевић, 340; R. Malstrom, 736, 737.

37 P. Merle, A. Fauchon, 422; J. Mestre *et al.*, 511; Fred MacKelcan, „Canadian Bond Issues“, *Canadian Bar Review*, No. 4/1952, 326; P. Davies, 809, 810.

38 Слично М. Васиљевић, 340–342.

## 2. Систем законског организовања

### а) Појам и примена

У систему законског организовања ималаца обвезница, законом се предвиђа да сви имаоци обвезница које је друштво издало једном емисијом чине правну заједницу, која заједнички остварује своја права према издаваоцу путем заступника, као и одлучивањем на својој скупштини. Овај систем је прихватило српско право Законом о тржишту капитала (чл. 96). То је добро, јер се систем уговорног организовања заснива на вољи издаваоца и стручног лица које му помаже у емисији. Српски улагачи и професионални трговци хартијама (нпр. инвестициона друштва и банке) нису још довољно искусни и вични у организовању заштите улагача, те би препуштање организоване заштите њиховој вољи (уговору) са издаваоцем стварало велике ризике за улагаче на тржишту капитала. Битна мана српског система организовања ималаца обвезница је у томе што ограничава своју примену само на обвезнице укључене на регулисану тржиште, односно у берзанску трговину. Тиме остају без заштите путем организовања у правну заједницу имаоци обвезница које су друштва јавно издала, али их нису укључила у берзанску трговину, већ се њима тргује ван берзе (нпр. путем мултилатералне трговачке платформе).<sup>39</sup>

### б) Правна заједница ималаца обвезница

Сви имаоци обвезница које је издало друштво у једној емисији су равноправни, ако оне гласе на исту номиналну вредност и дају иста права, због чега *по сили закона* чине једну правну заједницу у односу на издаваоца. Ако је друштво издало у више емисија обвезнице са истим правима за њихове имаоце, онда сви они чине једну правну заједницу, као да је реч о једној емисији. У неким правима јој се признаје својство правног лица (нпр. Француска), а у другим се сматра интересном групом без тог својства (нпр. Швајцарска). Правна заједница ималаца обвезница нема своју имовину, али трошкове њеног организовања (нпр.

<sup>39</sup> *Примедба.* Реч је о законописачкој грешци, јер су у ЗТК преузета правила из права ЕУ, којим се уређује обавеза издаваоца да обавести имаоце својих дужничких хартија о чињеницама значајним за остваривање њихових права и за њихову заштиту. Упутством о транспарентности (чл. 18) уређује се само минимум правила о којим је постигнута сагласност држава чланица ЕУ у предмету његовог уређивања. Свака држава чланица може националним правом да прошири примену норми из Упутства и на обвезнице ван берзе, те да их разради. Тако је требало да се поступи и у српском праву, како би се заштитили имаоци обвезница свих друштава у јавној трговини.

рада заступника и скупштине) сноси издавалац. Он наведене трошкове урачунава у емисиону цену обвезница, чиме их већ тада преваљује на имаоце. Ако је издавалац држава, имаоци њених обвезница не чине правну заједницу, јер се сматра да нема потребе за њиховом заштитом.<sup>40</sup>

У Србији су обвезничари једне емисије друштва интересна група, која нема својство правног лица. Оно је дужно да сноси трошкове остваривања њихових права, а то значи трошкове рада њиховог заступника („кредитне институције“) и скупштине поводом издатих обвезница („обезбеди сва средства и информације потребне за остваривање њихових права“; ЗТК, чл. 96 ст. 3).

### *в) Скупштина ималаца обвезница*

Главни орган правне заједнице обвезничара је њихова скупштина. По Трговинском законнику Француске из 2000. године, скупштину чине сви имаоци обвезница друштва издаваоца једне емисије. Ипак, у њој немају право гласа они имаоци обвезница који су уједно чланови (нпр. акционари) друштва издаваоца са 10% или више удела у његовом основном капиталу. Сматра се да су они оданији друштву, као дужнику, него имаоцима обвезница, као повериоцима. Ималац обвезнице учествује на седници скупштине лично или путем пуномоћника, с тим што пуномоћник не може да буде члан друштва, члан управе друштва, ни запослени у друштву.

Скупштину сазива управа друштва или заступници правне заједнице обвезничара, који се старају о њиховим правима по основу обвезница. Предлог могу да дају и имаоци обвезница са најмање тридесетином укупне номиналне вредности емисије, а ако се она не сазове у прописаном року, имају право да је сами сазову по налогу суда. Седница скупштине се сазива и одржава слично скупштини акционара. Кворум је присуство ималаца обвезница са најмање једном петином њихове укупне номиналне вредности у емисији. Ако на првој седници нема кворума, одржава се поновљена седница, за коју се не захтева кворум. Скупштина доноси одлуке двотрећинском већином гласова присутних ималаца обвезница рачунато по њиховој номиналној вредности. Пошто све обвезнице у једној емисији гласе на исти номинални износ, свака даје имаоцу један глас.

Скупштина је надлежна да одлучује о свим питањима које се тичу права и положаја ималаца обвезница. Ако скупштина усвоји предлог друштва (нпр. о промени облика друштва, о одлагању исплате обвезница), одлука је коначна и поједини обвезничари је не могу побијати. Али,

---

40 P. Merle, A. Fauchon, 422, 423; P. & P. Didier, 834; P. Tercier, M. Amstutz, 2466–2468, 2663; M. Васиљевић, 340.

ако га одбије, последице по друштво су различите, зависно од значаја питања о којем се одлучивало.

Разликују се две групе питања у односима друштва и ималаца обвезница. Прва група питања су она која се тичу друштва издаваоца, али посредно могу да утичу на остваривање права ималаца обвезница. То су питања промене делатности друштва, промене његове правне форме, статусне промене или издавања нових обвезница са бољим положајем њихових ималаца у односу на постојеће имаоце. Друга група су питања која се тичу непосредно права ималаца по основу издатих им обвезница, односно садржине уговора којим су их купили од друштва у емисији (нпр. одлагање исплате, укидање обезбеђења, смањење камате, укидање права пречег уписа акција). Ако скупштина одбије предлог друштва у питању прве групе, друштво може да спроведе донету одлуку, с тим да имаоцима обвезница намири потраживања иако нису доспела, или да им пружи одговарајуће обезбеђење да ће их намирити о доспелости (нпр. гаранцијом банке). Ако скупштина одбије предлог друштва у питању друге групе, друштво нема право да донесе друкчију одлуку. Упркос одбијању, друштво има право да одлучи друкчије, ако је тако предвидело клаузулом у уговору којим су му имаоци купили обвезнице, али под условом да им исплати обвезнице у целости пре доспелости. Скупштина никако нема право да одлуком оптерети обвезнице њиховим имаоцима, да успостави неравноправност између њих, нити да обвезнице замени за акције издаваоца, осим уз изричиту сагласност сваког појединог имаоца.

Правила Швајцарског законика о облигацијама о скупштини ималаца обвезница врло су слична француском праву (чл. 1164–1186).<sup>41</sup> Српско право само помиње скупштину ималаца дужничких хартија привредног друштва, укључујући и обвезнице, али нема никаквих правила о њеном сазивању, одржавању, надлежности, одлучивању и значају њених одлука.

### *ī) Засиуиуник ималаца обвезница*

У правима законског система организовања ималаца обвезница, уобичајено је да они, као правна заједница, имају једног или више заступника, који се стара о остваривању њихових права према друштву, као издаваоцу. На тај начин се избегава сазивање њихове скупштине због мање значајних и текућих питања у односима друштва и ималаца

41 J. Mestre *et al.*, 511, 512; P. Merle, A. Fauchon, 425–427; D. Vidal, 503; P. Tercier, M. Amstutz, 2663–2696.

обвезница. Француски трговински законик одређује да имаоци обвезница једне емисије могу да имају највише три заступника. Друштво издавалац одређује заступника одлуком о емисији, а он постаје заступник кад се емисија оконча, јер тада бива прихваћен уговором друштва са сваким купцем. То је обично банка или инвестиционо друштво које, као преузималац, организује емисију за друштво које је врши. Али, то може да буде свако пословно способно лице, укључујући и обвезничара. Он мора да буде независан од друштва издаваоца, јер му је задатак да штити интересе ималаца обвезница, као поверилаца. Скупштина друштва може да разреши постојећег заступника и да именује другог. Ако заступник није именован, у хитним случајевима га именује суд на захтев било ког лица са правним интересом (нпр. друштва или имаоца обвезница). Мандат заступника траје за време одређено уговором о куповини обвезница (нпр. до њихове наплате), али га скупштина ималаца обвезница може друкчије да одреди.

Заступник обвезничара има право да надзире пословање друштва издаваоца, јер му је задатак да остварује и штити права ималаца обвезница које заступа. У ту сврху има право да присуствује седницама његових органа, али без права гласа, јер нема право да се меша у његово управљање. У случају незаконитих одлука друштва на штету ималаца обвезница, заступник је овлашћен да предузме радње заштите права ималаца обвезница (нпр. да приговори друштву, да са њим преговара), укључујући покретање поступака ради њиховог поништаја. Он има право да га друштво обавештава по правилима која важе за акционаре, као и право увида у списе и исправе друштва у његовом пословању. Заступник има право и да сазива скупштину ималаца обвезница кад се за тим укаже потреба.<sup>42</sup>

Швајцарски законик о облигацијама садржи правила о заступнику ималаца обвезница која су врло слична оним у француском праву (чл. 158–1163).<sup>43</sup> Српски Закон о тржишту капитала намеће само обавезу друштву издаваоцу да одреди „кредитну институцију“ путем које имаоци обвезница остварују своја права, без икаквих детаљнијих правила (чл. 965 ст. 5).<sup>44</sup>

---

42 P. Merle, A. Fauchon, 423–425; J. Mestre *et al.*, 512; Stephane Moulin, „De la representation des obligataires“, *Revue Critique de Legislation et de Jurisprudence*, 27, 149, 150.

43 P. Tercier, M. Amstutz, 2648–2663.

44 *Објашњење*. Одредба ЗТК-а о заштити ималаца обвезница само је преведен члан 18 Упутства о транспарентности. Законописци нису сматрали да ЗТК-ом треба детаљније да буде разрађена наведена одредба, што је озбиљан пропуст.

### 3. Систем уговорног организовања

#### а) Појам и њравни основ

Систем уговорног организовања се састоји у томе што друштво пре емисије обвезница закључује уговор са неким стручним лицем (нпр. банком), којем поверава да му је организује, те да се стара о остваривању права купаца, као ималаца обвезница, до њихове потпуне отплате. То је уговор о повереништву, односно о трусту (*trust indenture, trust agreement*), те се овај систем може назвати и систем труста (повереништва).<sup>45</sup> Издавалац по закону није обавезан да закључи уговор о повереништву у емисији, већ то зависи од његове воље и воље повереника. Али, кад га закључи, правом се његовим уговорницима намеће низ права и обавеза у циљу правног организовања обвезничара, укључујући и одлучивање на њиховој скупштини. Иако по закону издавалац није обавезан да закључи уговор о повереништву, правила берзи на којим треба да се котирају издате обвезнице, намећу обавезу његовог закључивања.<sup>46</sup>

Овај систем се примењује у земљама *common law* система. Оне су га уредиле својим компанијским законима (нпр. УК) или посебним законима о уговору о повереништву или о обвезницама (нпр. САД, Канада).<sup>47</sup> И Русија га је уредила својим Грађанским закоником (чл. 1012–1026).

#### б) Трусӣ

Уговор о повереништву (трусту) је уговор којим једно лице, поверитељ (*trustor, settlor*) преноси одређену своју имовину на друго лице, повереника (*trustee*), овлашћујући га и обавезујући да њом управља и убира приносе на уговорени начин, као њен ималац, у корист поверитеља или трећег лица (корисника труста), те да му је по истеку уговореног рока, на његов захтев или по наступању уговореног догађаја, врати или преда трећем лицу, а повереник има право на награду за рад

45 *Найомена*. У српском језику се за ову установу *common law*-а усталио израз „труст“, иако се у енглеском језику изговара „траст“, која значи поверење или поверити неком нешто. Настао је у англосаксонском праву из института *fiducia* римског права, у време кад још није била осмишљена залога. Данас се проширио на многа континентална, па и исламска права. Вид. D. J. Hayaton, *The Law of Trust*, London, 2003, 1, 9; John Heckles, „The Law of Trusts – Feature in the Global Development of Trust Law“, *Правни животи*, бр. 11/2008, 602–604.

46 E. Ferran, 517, 518; S. Robertson, 463, 464; P. Davies, 810.

47 J. Goodbar, 399, 400; F. MacKelcan, 326, 328; S. Roberston, 472–476; William Divers, „The Uniform Bond Act of Ohio“, *University of Cincinnati Law Review*, No. 2/1933, 139.

и накнаду трошкова које је сносио у извршавању својих обавеза (нпр. из прихода од имовине). Повереник овим уговором стиче својину на повереном му предмету имовине (*legal title*), те му га трећа лица не могу одузети, док поверитељ остаје његов скривени („економски“) власник (*equity title*). Уговор о трусту мора да се закључи у писменој форми због своје сложености и дужег трајања.<sup>48</sup> Постоје бројне врсте труста у грађанском праву, а за имаоце обвезница битан је пословни trust (*business trust*).

### в) Пословни *т*русти

У пословном трусту друштво, као поверитељ, пре емисије закључује уговор са стручним лицем (нпр. инвестиционим друштвом, банком), којим се оно обавезује да, као повереник, организује емисију обвезница трећим лицима на тржишту (улагачима), те да се по њеном окончању стара о остваривању права њихових ималаца (купаца), као корисника, уз право на награду за рад и накнаду трошкова. Тиме се повереник умеће између издаваоца и купаца обвезница, тако да између њих нема непосредног правног односа. Уговор о пословном трусту је прилично детаљан, јер се њиме уређује не само однос повереника са издаваоцем, већ и његов однос са будућим купцима обвезница поводом предмета труста, а то је сакупљени износ зајма (фонда) за издаваоца (*trust corpus, trust fund*). Отуда се њиме уређују повереникова права, обавезе и одговорност и према издаваоцу, и према имаоцима обвезница.<sup>49</sup>

Повереник мора да буде лице независно од издаваоца, јер не сме да буде у сукобу интереса са имаоцима обвезница, као корисницима труста. Новчана маса сакупљена издавањем обвезница (укупна номинална вредност обвезница) јесте фонд зајма којим послује издавалац, уз обавезу да га врати са каматом поверенику, као власнику, а овај њиховим имаоцима, као корисницима. Повереник се умеће, као посредник, у односе између издаваоца и ималаца обвезница, како би, са једне стране, олакшао емисију и враћање зајма издаваоцу, а, са друге стране,

---

48 D. J. Hayaton, 3–7; David Twomey, Marianne Moody Jennings, *Andersons Business Law*, Mason, 2011, 1058, 1247, 1248; Henry Cheesman, *Contemporary Business Law*, Boston, 2016, 759; J. D. Prekert *et al.*, 26/17–21. У Хару је 1985. године закључена Конвенција о праву трустова и њиховом признавању, која је ступила на снагу 1992. године, а 14 држава ју је ратификовало (чл. 2). Србија је није ратификовала. Доступно на адреси: <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=59>, 16. 2. 2026.

49 D. Twomey, M. M. Jennings, 1247, 1248; R. Miller, G. Jentz, 489, 539, 540; Roger LeRoy Miller, Frank Cross, *Business Law*, Mason, 2013, 710; H. Cheesman, 760; J. D. Prekert *et al.*, 42/11–13; David Kelly, Ann Holmes, Ruth Hayward, *Business Law*, London, 2002, 368.

постарао се да купци обвезница уредно остваре своја права која имају по основу њих према издаваоцу.<sup>50</sup>

Повереник обично обезбеђује потраживање ималаца обвезница према издаваоцу тако што успоставља фиксну залогу на непокретностима издаваоца, као и лебдећу залогу на његовој осталој имовини. У случају да издавалац постане инсолвентан или да на други начин угрози потраживања ималаца обвезница, повереник је обавезан да му заплени имовину, да је уновчи и да намири потраживања имаоцима обвезница. Он је чак овлашћен да постави стечајног управника у случају да издавалац падне у стечај. Осим тога, уговором се често предвиђају углавци којим се ограничава издаваочева самосталност у пословању. Тако, често му се забрањује да узме зајам без сагласности повереника, односно скупштине ималаца обвезница, да заложу своју имовину трећем лицу (тзв. *negative pledge clause*), да врши исплате својим члановима, да се статусно промени, промени своју форму или делатност (нпр. новог инвестирања), па чак и да издаваоца преузме његова управа, све док потпуно не отплати дуг по издатим обвезницама.<sup>51</sup>

Током трајања рока доспелости обвезница, повереник има улогу сличну оној коју имају заступници у систему законског организовања ималаца обвезница. То значи да мора да предузима радње потребне за остваривање њихових права по основу обвезница, да надзире пословање издаваоца, да му убира приходе по основу обвезница и да их исплаћује њиховим имаоцима. По потреби, обавезан је и да сазове и одржи скупштину ималаца обвезница. На њој се одлучује већином гласова по номиналној вредности укупне емисије, слично као у систему законског организовања.<sup>52</sup>

У случају да повереник повреди своје обавезе према обвезничарима, сноси одговорност. Због тога може да им одговара за штету коју им је нанео лошим радом, а суд га може разрешити на захтев ималаца обвезница, а може и кривично да одговара (нпр. због проневере).<sup>53</sup>

## VI Закључак

Упоређивањем српског права са страним, закључује се да српско право штити имаоце обвезница, али само као било које повериоце, а

50 P. Davies, 810, 811; Hayaton, 70; J. Goodbar, 405–409; W. Bratton, 86.

51 Brenda Hannigan, *Company Law*, Oxford, 2021, 585; S. Mayson, C. Ryan, 344; Небојша Јовановић, „Познаје ли српско право лебдећу залогу“, *Право и привреда*, бр. 2/2025, 147, 159; W. Bratton, 49–59.

52 S. Robertson, 463–465; F. MacKelcan, 326, 327, 335; J. Goodbar, 416–421.

53 P. Davies, 810, 811.

не и као њихову посебну врсту, која је врло осетљива на повреду права по основу обвезница. Њиме се не уређује организовање ималаца обвезница, као посебне правне заједнице, ради заједничке заштите њихових тражбина према издаваоцу. Напротив, сваком имаоцу препушта да се појединачно стара о остваривању и заштити својих права (углавном у парници). Не схвата се да су сви имаоци обвезница једног издаваоца, који су их стекли са истим правима у једној емисији, у ствари, посебна интересна група, којој као целини треба правом омогућити заштиту према издаваоцу. Ово због тога што се она углавном састоји од малих улагача, који су неуки, наивни и имовински слабији у односу на професионалне улагаче. Осим тога, они су међусобно неповезани у својој маси, те се тешко организују ради заједничке заштите у односу са издаваоцем. Заједничку правну заштиту од повреде њихових права би требало да им пружи Комисија за хартије од вредности контролом, опомињањем и кажњавањем издаваоца, као и вођењем заједничке парнице за њихов рачун против њега (ЗТК, чл. 352). Од ње се то тешко може очекивати, јер се у досадашњој пракси није потрудила да штити ни мале акционаре и кад су друштва или њихове управе, под утицајем великих акционара, вршила озбиљна и масовна кривична дела на њихову штету, поготово у приватизацији друштвених предузећа и касније у преузимању приватизованих друштава.

Све до 2021. године, кад је донет нови Закон о тржишту капитала, никаквих правила о заштити ималаца обвезница није било у српском компанијском праву, јер Закон о привредним друштвима садржи неколико правила о заштити само ималаца замењивих обвезница. Законом о тржишту капитала је, ради усклађивања са правом Европске уније, наметнута обавеза друштву да имаоцима обвезница обезбеди „сва средства за остваривање њихових права“, да их обавести о скупштини и да им постави банку ради старања о њиховим правима. То је свакако добро за заштиту ималаца обвезница привредног друштва, али није довољно. Није довољно због тога што ни тај закон, а ни подзаконски акти не садрже детаљна правила о имаоцима обвезница, као правној заједници, и њеним органима. Због тога српско право нема правила о сазивању, одржавању и одлучивању скупштине ималаца обвезница, нити правила о њиховим заступницима, као што су правила о именовању и разрешењу заступника, њиховом мандату, овлашћењима, односу са скупштином обвезничара и издаваоцем, одговорности и престанку функције. Отуда је и споменута одредба Закона о тржишту капитала непримењива у пракси.

Очигледно је да постоји велика правна празнина у српском праву у питању организоване заједничке правне заштите ималаца обвезница.

Она би могла најлакше да се попуни правилником Комисије за хартије од вредности, која је свакако надлежна да га донесе (ЗТК, чл. 352). Осим тога, ова правна празнина би могла да се попуни и допуном (нпр. једном главом) Закона о привредним друштвима, или посебним законом о обвезницама. Законом о обвезницама (односно о свим дужничким хартијама од вредности), требало би уредити не само задуживање привредних друштава њиховим издавањем, већ и поступак издавања и наплате обвезница државе, њених територијалних јединица (нпр. градова и општина) и других јавноправних лица.<sup>54</sup>

### Коришћена литература

- Bratton William, „Bond Covenants and Creditor Protection: Economic and Law, Theory and Practice, Substance and Process“, *European Business Organization Law Review*, No. 1/2006.
- Васиљевић Мирко, *Компанијско право*, Београд, 2019. (Vasiljević Mirko, *Kompanijsko pravo*, Beograd, 2019)
- Васиљевић Мирко, Јевремовић Петровић Татјана, Лепетић Јелена, *Компанијско право – Право привредних друштава*, Београд, 2023. (Vasiljević Mirko, Jevremović Petrović Tatjana, Lepetić Jelena, *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava*, Beograd, 2023)
- Vidal Dominique, *Droit des societees*, Montchrestien, 2003.
- Girvin S., Frisby S., Hudson A., *Charlesworth's Company Law*, London, 2010.
- Goodbar Joseph, „Bond trustees as Statutory Trustee“, *Boston University Law Review*, No. 4/1948.
- Grundman Stefan, Möslein Florian, *European Company Law*, Oxford, 2007.
- Davies Paul, *Gower and Davies' Company Law*, London, 2003.

<sup>54</sup> *Примедба*. Закон о јавном дугу, *Службени гласник РС*, бр. 61/2005..., 149/2020, садржи основна правила о задуживању државе и других јавноправних лица путем издавања дужничких хартија од вредности, укључујући и ограничења обима њиховог задуживања. Главна слабост му је, међутим, што допушта неограничено задуживање државе, јер препушта да се граница њеног задужења одређује сваке године законом о буџету. То је свакако лоше решење, јер се допушта Влади и Скупштини, односно владајућим круговима (политичарима) да сваке године, зарад опстанка на власти, повећавају дуг државе, независно од стања у њеном буџету и привреди земље. Напротив, законом би морало да се успостави крајња граница обима задужења државе, те да се предвиде строге кривичне санкције у случају да се она премаши, и то за председника Владе и одговорног министра. Исте санкције би требало предвидети у случају да територијална јединица или други јавноправни издавалац премаши крајњи прописани обим свог задужења. Садашњи текст Закона о јавном дугу предвиђа благе казне за преступе и прекршаје за правно лице и његово одговорно лице (чл. 47–50).

- Divers William, „The Uniform Bond Act of Ohio“, *University of Cincinnati Law Review*, No. 2/1933.
- Didier Paul, Phillippe Didier, *Droit commercial – Les societees commerciales*, Paris, 2011.
- Ерић Дејан, Ђукић Малиша, Бодрожа Душко, *Финансијска тржишта*, Београд, 2021. (Erić Dejan, Đukić Mališa, Bodroža Duško, *Finansijska tržišta*, Beograd, 2021)
- Јевремовић Петровић Татјана, *Групе привредних друштва*, Београд, 2014. (Jevremović Petrović Tatjana, *Grupe privrednih društava*, Beograd, 2014)
- Јевремовић Петровић Татјана, „Заштита поверилаца путем правила о капиталу друштва“, *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске Уније (2011)* (уредник Вук Радовић), Београд, 2011. (Jevremović Petrović Tatjana, „Zaštita poverilaca putem pravila o kapitalu društva“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske Unije (2011)* (urednik Vuk Radović), Beograd, 2011)
- Јовановић Небојша, *Уџбеник из компанијског права*, Београд, 2026. (Jovanović Nebojša, *Udžbenik iz kompanijskog prava*, Beograd, 2026)
- Јовановић Небојша, *Берзанско право*, Београд, 2009. (Jovanović Nebojša, *Berzansko pravo*, Beograd, 2009)
- Јовановић Небојша, „Побијање правног субјективитета компанија“, *Правни живот*, бр. 10/1997. (Jovanović Nebojša, „Pobijanje pravnog subjektiviteta kompanija“, *Pravni život*, br. 10/1997)
- Јовановић Небојша, „Познаје ли српско право лебдећу залогу“, *Право и привреда*, бр. 2/2025. (Jovanović Nebojša, „Poznaje li srpsko pravo lebdeću zalogu“, *Pravo i privreda*, br. 2/2025)
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Компанијско право – Право привредних друштва*, Београд, 2023. (Jovanović Nebojša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava*, Beograd, 2023)
- Kelly David, Holmes Ann, Hayward Ruth, *Business Law*, London, 2002.
- Марковић Бајаловић Дијана, *Концентрације привредних субјеката*, Београд, 2025. (Marković Bajalović Dijana, *Koncentracije privrednih subjekata*, Beograd, 2025)
- Марковић Бајаловић Дијана, *Право привредних друштва*, Источно Сарајево, 2011. (Marković Bajalović Dijana, *Pravo privrednih društava*, Istočno Sarajevo, 2011)
- Марковић Бајаловић Дијана, *Бонд као средство обезбеђења у англо-саксонском и међународном привредном праву*, Београд, 1989.

- (Marković Bajalović Dijana, *Bond kao sredstvo obezbeđenja u anglosaksonskom i međunarodnom privrednom pravu*, Beograd, 1989)
- MacKelcan Fred, „Canadian Bond Issues“, *Canadian Bar Review*, No. 4/1952.
- Malstrom Robert, „Stockholder’s Derivative Actions by Holders of Convertible Debentures“, *University of Michigan Journal of Law Reform*, No. 3/1973.
- Mayson Stephen, Ryan Christopher, *Mayson, French & Ryan Company Law*, Oxford, 2016.
- Merle Phillipe, Fauchon Anne, *Droit commerciales – Sociétés commerciales*, Paris, 2016.
- Mestre J. et al., *Droit commercial*, Tome I, Paris, 2016.
- Miller Rodger, Jentz Gaylord, *Business Law Today*, Mason, 2003.
- Миловановић Братислав, Вујисић Драган, *Пословно право*, Крагујевац, 2012. (Milovanović Bratislav, Vujisić Dragan, *Poslovno pravo*, Kragujevac, 2012)
- Morandière J. de la, R. Reodiére, R. Houin, *Droit commercial*, Tome I, Paris, 1958.
- Moulin Stephane, „De la representation des obligataires“, *Revue Critique de Legislation et de Jurisprudence*, 27.
- Oda Hiroshi, *Russian Commercial Law*, Leiden, Boston, 2007.
- Prekert J. D., Barnes A. J., Perrz J., Haugh T., Stemler A., *Business Law*, New York, 2022.
- Roach Lee, *Company Law*, Oxford, 2022.
- Robertson Stewart, „Debenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise“, *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 11(2), 1988.
- Terciere Pierre, Amstutz Marc, *Code de obligations II – Comentaire romand*, Helbing Lichtenthahn, 2008.
- Twomey David, Moody Jennings Marianne, *Andersons Business Law*, Mason, 2011.
- Ferran Elis, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2008.
- Hannigan Brenda, *Company Law*, Oxford, 2021.
- Hayaton D. J., *The Law of Trust*, London, 2003.
- Heckles John, „The Law of Trusts – Feature in the Global Development of Trust Law“, *Правни живот*, бр. 11/2008.
- Cheesman Henry, *Contemporary Business Law*, Boston, 2016.

**Nebojša JOVANOVIĆ, Ph.D.**

**Full Professor at the University of Belgrade Faculty of Law, Serbia**

## **LEGAL PROTECTION OF BONDHOLDERS OF A COMPANY**

### **Summary**

*The aim of this paper is contemplation of legal rules governing the protection of bondholders against the company, as an issuer. Since bondholders are, in fact, creditors (lenders) of the issuer, they can be protected under the general rules of the civil law governing the protection of creditors against debtors (e.g. in civil litigation). However, since their issuance can be a significant source of financing for companies, company law regulates special methods of their protection, as special groups of creditors linked by a common interest (rights in the issue) towards the company, as the issuer. The paper briefly explains the methods of their company law protection, explaining in detail just the method by which they are organized into a special legal community, for the purpose of acting jointly against the issuer. In comparative law, there are two basic systems of legal organization of bondholders. The first is the system of their statutory organising, which exists, for example, in France, and the second is the system of their contractual organising (trust), which exists in common law countries. It is concluded that there is a serious legal gap in Serbian law regarding the legal organization of bondholders for the purpose of protecting their rights and interests towards the company, as a debtor. For this reason, the author recommends amending the Company Act or enactment of the special act governing the bonds.*

**Key words:** Bonds. – Legal protection. – Assembly of bondholders. – Trust.

Датум пријема рада: 24. 2. 2026.

Датум прихватања рада: 25. 3. 2026.