

УДК: 336.763.3(497.11) ; 658.144(497.11)

CERIF: S 144

ТИП РАДА: ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_26202A

др **Татјана ЈЕВРЕМОВИЋ ПЕТРОВИЋ***
редовна професорка Универзитета у Београду – Правног факултета,
Србија

СМЕРНИЦЕ ЗА ИЗДАВАОЦЕ И ЈАЧАЊЕ ТРЖИШТА КОРПОРАТИВНИХ ОБВЕЗНИЦА

Сажетак

Тржишта корпоративних обвезница су све више у центру пажње стручне и научне јавности. Не само што начелно доприносе укућном функционисању тржишта капитала, већ подстићу инвестирање у корпоративне обвезнице. То је посебно важно за привредна друштва, која издавањем обвезница обезбеђују додатне изворе финансирања, док инвеститори дуорочно могу остварити стабилне приходе. Велико интересовање за корпоративне обвезнице у свету, последњих деценија нарочито у Европи, а од недавно и у Републици Србији подстиће потребу њиховој дејалнијеј изучавања. Повод за то налазимо у недавном објављивању смерница у чијем су центру пажње издаваоци корпоративних обвезница.

Организација за економску сарадњу и развој је крајем прошле године објавила Нацрт смерница за издаваоце корпоративних обвезница како би се на њих применили Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања. У смерницама је истакнути значај правила корпоративног управљања у њиховим издаваоцима ради унапређења положаја имала-

* Електронска адреса ауторке: tatjana.jp@ius.bg.ac.rs.
ORCID: 0000-0003-1437-6933.

ца обвезница и боље заштити њихових интереса. Ауторка у свом раду упућује на неке од предложених принципа корпоративног управљања за издаваоце корпоративних обвезница и објашњава њихов значај. У свом закључку посебно наглашава како би унапређење корпоративног управљања издаваоца корпоративних обвезница могло подстићи развој и унапредити тржиште корпоративних обвезница. Тај циљ морао би за Републику Србију бити један од стратешких праваца развоја домаће тржишта кинила.

Кључне речи: Корпоративне обвезнице. – Издавалац. – Нацрт смерница за издаваоце корпоративних обвезница. – Обавештавање. – Дужности директора.

I Увод

Развој и јачање финансијских, и посебно тржишта капитала непрестано су предмет посебне пажње стручне и научне јавности. Иако далеко мање развијена од других делова тржишта, у новије време се много говори о тржиштима корпоративних обвезница. До сада су најразвијенија таква тржишта постојала у Сједињеним Америчким Државама, Кини и Европи (посебно Великој Британији и Луксембургу), али је њихово значајно ширење у тим, па и у другим, мање развијеним земљама скренуло на њих посебну пажњу.¹ Тржиште корпоративних обвезница посебно се развија након финансијске кризе, и мањих могућности у коришћењу традиционалних извора финансирања. Посебно су томе допринела ограничења у банкарском сектору, услед чега се друштва, међу којима све више и она која обављају различите нефинансијске делатности, одлучују да путем емисије обвезница прикупе средства за даље пословање и његово ширење.² Обвезнице се уобичајено сматрају предвидивим и приступачним изворима финансирања: док за издаваоца омогућавају тренутно финансирање под повољним условима, за имаоце обвезница пружају трајне и стабилне приходе од камата и главнице.³

1 Организација за економску сарадњу и развој – ОЕЦД (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, *OECD Business and Finance Policy Papers*, No. 76/2025, OECD Publishing, Paris, доступно на адреси: <https://doi.org/10.1787/842872d5-en>, 5. 4. 2026, 7.

2 О утицају на тржишта земаља ЕУ вид. Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, third edition, Oxford University Press, Oxford, 2016, 189–190.

3 Eillis Ferran, Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 449.

Тржишту дужничких хартија од вредности се поклања све већа пажња услед његових специфичности и посебних потреба у односу на друге сегменте тржишта капитала, посебно тржиште акција и других финансијских инструмената.⁴ Стабилност тог тржишта, посебно када на њему све чешће учествују издаваоци који нису из финансијског сектора, важна је за функционисање целокупне националне, па и глобалне економије. Посебно забрињавају подаци који указују на континуирано укупно глобално повећање задуживања путем државних и корпоративних обвезница, тако да је оно у светским размерама у последњој години износило три пута више него пре петнаест година; док готово једна трећина укупног задуживања путем корпоративних обвезница доспева до 2027. године.⁵ Будуће задуживање је, због тога, важно усмерити на стратешки важне, одрживе пројекте који ће допринети већој ефикасности издавалаца и њиховом расту.⁶

Уочена је значајна веза између развоја и функционисања тржишта капитала, укључујући и тржиште дужничких хартија од вредности, и правила и принципа који уређују управљање и контролу у привредним друштвима – њиховим издаваоцима.⁷ Другим речима, уређењем управљања и контроле издавалаца корпоративних обвезница може се подстаћи улагање у таква друштва, уз јачање права ималаца обвезница и заштиту њихових интереса. Између ималаца обвезница – инвеститора и друштва успоставља се однос који има бројне сличности са односом друштва и његових (дисперзованих) акционара.⁸ Улагачи у обвезнице стављају на располагање одређена средства друштву, које оно користи

4 The European Company Law Experts Group, „The case for harmonisation of a capital market where it is needed: a shift in focus to the market for corporate debt“, доступно на адреси: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/01/case-harmonisation-capital-market-where-it-needed-shift-focus-market>, 1. 4. 2026, без броја странице.

5 OECD, *Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment*, OECD Publishing, Paris, 2025, доступно на адреси: <https://doi.org/10.1787/8e42b13-en>, 5. 4. 2026, 12.

6 *Ibid.*, 17, 82.

7 Док српски Закон о тржишту капитала под дужничке хартије од вредности подводи обвезнице и друге преносиве секјуритизоване инструменте дуга, изузео је из те категорије и подвео под власничке хартије од вредности преносиве хартије од вредности које дају право на стицање акција друштва као последицу њихове конверзије или остваривања права из тих хартија (заменљиве обвезнице). Вид. чл. 2 ст. 1 тач. 56 и 58 Закона о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021, 109/2025. Исто и у чл. 2 ст. 1 тач. б) Директиве ЕУ 2004/109 о транспарентности (*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 and amending Directive 2001/34/EC*, OJ L 390, 31. 12. 2004).

8 The European Company Law Experts Group, без броја странице.

за своје пословање. Својим улагањем они стичу право на убирање сталних и унапред одређених или одредивих прихода од камате, најчешће на годишњем нивоу, уз обавезу друштва да им по доспећу по правилу исплати и главницу.⁹ Отуд су инвеститори заинтересовани за успешно пословање друштва. Најважнија права која произлазе из чланског односа (право гласа, право на дивиденду итд.), међутим, имаоци обвезница по правилу немају, нити су за њих заинтересовани. То произлази из чињенице да су имаоци обвезница иако у позицији инвеститора, истовремено и повериоци друштва (а не његови чланови/акционари). Највећи ризик за имаоце обвезница наступа услед немогућности друштва да им редовно испуни своје обавезе (исплатом камате или главнице по доспећу). По природи ствари, њихов је положај повољнији од чланова у случају стечаја друштва, будући да као стечајни (или обезбеђени повериоци) имају приоритет у намирењу из имовине друштва пре његових чланова. Посебно им се положај, међутим, може ојачати и пре наступања стечаја, док још увек постоји могућност утицаја на пословање друштва. Ради тога су најчешће предвиђена различита средства обезбеђења, а врло често и уговорне клаузуле којима им се омогућава утицај на пословање друштва. Уобичајено се такве клаузуле наводе као еквивалент контролном утицају на пословање друштва, коју акционари, на основу свог улагања, остварују путем права гласа.¹⁰ У неким националним правима предвиђена је могућност организовања скупштине ималаца обвезница ради лакшег вршења утицаја на пословање друштва, или то може предвидети и само друштво које емитује обвезнице приликом њиховог издавања.¹¹

Заштита ималаца обвезница посебним правилима и подстицање активнијег односа према друштву би унапредило сигурност улагања у ту врсту хартија од вредности и поверење у њихове издаваоце. То је посебно важно код мање развијених и недовољно стабилних тржишта, у којим је ризик финансирања путем корпоративних обвезница посебно

9 Више о основним обележјима обвезница у домаћој литератури вид. нпр. Мирко Васиљевић, Татјана Јевремовић Петровић, Јелена Лепетић, *Компанијско право: Право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2023, 451–452; Небојша Јовановић, *Уџбеник из компанијског права*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2026, 267–270; Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић, *Компанијско право: Право привредних субјеката*, друго издање, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2021, 437–440. У европском праву вид. нпр. Rüdiger Veil, „Financial Instruments“, *European Capital Markets Law* (ed. Rüdiger Veil), Hart Publishing, Oxford – London – New York – New Delhi, Sidney, 2022, 117; E. Ferran, L. Chan Ho, 450–456.

10 E. Ferran, L. Chan Ho, 49–50.

11 R. Veil, 117.

изражен.¹² Ради подстицаја развоја тржишта корпоративних обвезница и унапређења правила којима су регулисана, Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД) је крајем прошле године отворила јавну расправу објављивањем *Нацрта смерница за издаваоце корпоративних обвезница* (у даљем тексту: *Нацрт смерница*).¹³ Почивају на примени Г20/ОЕЦД Принципа корпоративног управљања на издаваоце корпоративних обвезница.¹⁴ Смернице нису коначне, већ ће се њихов садржај унапређивати зависно од одговора из јавног позива, окончаног крајем јануара ове године.

Овај рад ће приказати основне принципе корпоративног управљања код привредних друштава – издавалаца обвезница (тзв. корпоративне обвезнице) који су предложени у Нацрту смерница. Намера нам је да домаћу јавност упознамо са предложеним решењима и даље пратимо њихов развој. Осим тога, указаћемо и на савремене тенденције у подстицању издавања корпоративних обвезница и јачању њихових тржишта у Европи. Тиме желимо и да покренемо даље стручно и научно интересовање и анализу ове важне области права привредних друштава и права тржишта капитала, будући да је до сада у великој мери била занемарена. Иако је текст посвећен ширем регулаторном контексту, он свакако већ сада може имати значај и за разумевање и унапређење правила и принципа који уређују корпоративно управљање издавалаца корпоративних обвезница у Републици Србији. Развој и стабилно функционисање тржишта корпоративних обвезница морало би и код нас бити један од стратешких праваца развоја домаћег тржишта капитала.

II Корпоративно управљање у издаваоцима корпоративних обвезница

Већ дуго година се говори о месту корпоративног управљања у свим, често великим, и посебно јавним акционарским друштвима. Њихов је циљ лакши приступ финансирању за друштва и њихово успешније пословање, јача заштита инвеститора, и посебно истакнуто одрживо пословање које би било отпорно на бројне и често присутне

12 Вид. Нацрт смерница за издаваоце корпоративних обвезница Организације за економску сарадњу и развој – *Draft Guidelines for Corporate Bond Issuers: Public consultation*, ОЕЦД, 1 December 2025, доступно на адреси: <https://www.oecd.org/en/events/public-consultations/2025/12/draft-guidelines-for-corporate-bond-issuers.html>, 1. 4. 2026, 2.

13 *Ibid.*

14 Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања (*G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*), ОЕЦД Publishing, Paris, 2023, доступно на адреси: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>, 3. 4. 2026.

поремећаје на тржишту.¹⁵ Иако на први поглед корпоративно управљање у свим друштвима наилази на исте проблеме, пре свега у јавним (акционарским) друштвима, већ годинама уназад је постало јасно да посебни ризици постоје у пословању друштава у појединим секторима, или делатностима. Од финансијске кризе почетком овог века најпре је уочено да се са посебним изазовима у пословању суочавају друштва из области финансијских услуга, услед чега се често разматрају особености корпоративног управљања у друштвима у финансијском сектору. Њихово лоше управљање може довести до најтежих, системских негативних последица, што условљава посебну пажњу у брижљивом уређењу корпоративног управљања које одговара потребама тих друштава и комплементарно је са њиховим надзором и обезбеђењем њихове финансијске сигурности.¹⁶

Упоредо са тим, нарочито последњих година, постаје јасно да посебна правила корпоративног управљања могу допринети и другим друштвима. Посебно је ради јачања поверења у тржиште, његову већу стабилност и ефикасност важан подстицај разноврснијих извора финансирања (јавних) друштава у нефинансијском сектору, али и подстицање тржишног финансирања малих и средњих предузећа.¹⁷ Другим речима, преиспитују се специфичности и потребе у уређењу управљања и контроле других аспеката пословања субјеката, који до сада нису значајно били у центру пажње. Управо је то разлог посебног развоја управљања и контроле код издаваоца дужничких хартија од вредности, како би се за њих отворили нови извори финансирања, и омогућило додатно улагање у одрживо и пословање отпорно на ризике.¹⁸ С друге стране, посебна пажња нужна је ради стабилног функционисања корпоративног тржишта обвезница, узимајући у обзир ризике у том начину финансирања. Најзад, развој одређених стандарда управљања и контроле издавалаца на глобалном нивоу има посебну вредност услед значајне трговине корпоративним обвезницама страних издавалаца.¹⁹

15 Вид. Г20/ОЕЦД Принципе корпоративног управљања, 3–4, 6–7, и посебно принцип I.A.

16 Guido Ferrarini, „Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda“, *ECGI Law Working Paper*, №. 347/2017, March 2017, доступно на адреси: <https://ssrn.com/abstract=2925721>, 1. 4. 2026, 15. Вид. и Г20/ОЕЦД Принципе корпоративног управљања, 3.

17 О бројним мерама предузетим у том правцу у ЕУ током претходне деценије вид. Татјана Јевремовић Петровић, „Успостављање и јачање уније тржишта капитала ЕУ“, *Право и привреда*, бр. 4/2022, *passim*.

18 Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања, 4, 6–7.

19 На европским тржиштима значајно је присуство ваневропских издавалаца корпоративних обвезница. Према статистикама Међународног удружења за тржишта капитала током 2025. године највише се на тржиштима корпоративних

Специфичности корпоративног управљања и утицај на одрживо одговорно пословање издавалаца корпоративних обвезница нису без значаја, посебно за друштва у нефинансијском сектору. На првом месту, необичан је положај инвеститора – улагача у корпоративне обвезнице. Већ смо нагласили да су они инвеститори – те услед тога деле све оне заједничке особености тог положаја у друштву који имају и други улагачи. Осим потребе свеобухватног информисања, од значаја су им и поверење у издаваоца, његово стабилно финансијско, и све више одрживо пословање. Вршење права улагача у обвезнице све чешће се заснива на њиховом активном односу према друштву и значајном утицају на његово пословање. У том је, међутим, важно да се према свим таквим инвеститорима поступа равноправно, и без могућности да неки буду привилеговани у односу на друге. Та лица, међутим, уживају и положај поверилаца друштва, чиме се њихова позиција значајно разликује од чланова, односно акционара друштва. Посебно су, отуд, за њих важни ризици у реализацији њихових потраживања услед финансијских тешкоћа са којима друштво може да се суочи, и унапређење њихових средстава обезбеђења, како би спречили или умањили свој ризик. Услед тога им је важно дугорочно стабилно пословање друштва, или могућност да се у случају његових финансијских тешкоћа поново уреди међусобни дужничко-поверилачки однос. Јасно је да, услед тога, примена општих принципа и правила корпоративног управљања може начелно допринети заштити различитих интереса у друштву, али би се посебним правилима за корпоративне издаваоце обвезница оно могло додатно унапредити. То је уједно и начин јачања поверења у издаваоце и тржиште, и прилика за њихово стабилно функционисање и раст.

Ретки су и изузетни примери посебних правила и принципа корпоративног управљања који би се односили само на издаваоце посебних врста хартија од вредности, укључујући и корпоративне обвезнице. Међу њима посебно вреди издвојити Г20/ОЕЦД Принципе корпоративног управљања, намењене јавним и великим друштвима, чијим се хартијама од вредности тргује на регулисаном тржишту и другим местима трговања.²⁰ Иако начелно посвећени свим издаваоцима, очигледна

обвезница у ЕУ и Великој Британији трговало корпоративним обвезницама америчких издавалаца у укупном износу од 624 милијарде евра, што чини 20,2% укупне трговине, а затим издаваоцима из Француске (404 милијарде евра са 13,1%), Велике Британије (361 милијарде евра са уделом од 11,7%) итд. Secondary Market Practices Committee, *European Secondary Market Data Report: H1 2025 – Corporate Edition*, International Capital Market Association, 2025, доступно на адреси: <https://www.icmagroup.org/assets/Secondary-Market-Practices-Committee-European-Secondary-Market-Data-Report-H1-2025-Corporate-Edition.pdf>, 1. 4. 2026, 19.

20 Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања, 7.

је њихова претежна усмереност на издаваоце власничких хартија од вредности и заштиту инвеститора – акционара.²¹ Отуд се само релативно мали део општих принципа посебно и изричито односи на издаваоце обвезница и заштиту њихових ималаца. Заправо, само је један додатни принцип посебно истакао заштиту ималаца обвезница, док је положај тих лица обухваћен и општим принципом о ефективном и ефикасном стечајном поступку и заштити права поверилаца.²² Једини додатни принцип који у центар пажње ставља имаоце обвезница разрађује основни принцип VI поглавља, намењен одрживости и пословању отпорном на ризике, према ком оквир корпоративног управљања мора подстицати друштва и његове инвеститоре на доношење одлука и управљање ризицима на начин да то доприноси одрживости и пословању које је отпорно на ризике.²³ Према додатном принципу **уживање права ималаца обвезница друштва чијим се хартијама од вредности јавно тргује мора бити олакшано.**²⁴ Имаоци обвезница сматрају се важним носиоцима интереса у друштву и њихова заштита мора бити посебно истакнута. Не само да се ради њихове заштите може ангажовати посебно лице које ће водити рачуна о управљању интересима ималаца обвезница, најпре приликом редефинисања њиховог односа и враћања дуга, већ се препоручује детаљније уређење услова под којима једно лице може преузети улогу заступања, и посебним дужностима које оно има у случају пре или током редефинисања дужничко-поверилачког

21 У Републици Србији: Кодекс корпоративног управљања (даље у фуснотама цитиран као ККУ), *Службени гласник РС*, бр. 99/2012 начелно је намењен друштвима капитала. Иако се у уводном делу кодекса изричито помиње „пословање и дугорочни и одрживи развој, узимајући у обзир и интересе власника и *инијерес других страна које имају леијшимне инијересе у пословању друштва*“, нема много одредаба које би у обзир узеле посебне интересе ималаца обвезница и заштиту њихових права. То су на првом месту принципи и препоруке о односу са носиоцима интереса за пословање друштва (принципи 31–32 Првог дела ККУ) и правила о објављивању. Детаљнијих правила за имаоце обвезница нема. За регулаторни оквир у РС од значаја је и недавно усвојен Кодекс корпоративног управљања друштва капитала (*Службени гласник РС*, бр. 77/2024), који је усвојен ради управљања привредним друштвима на која се примењује Закон о управљању друштвима у власништву Републике Србије.

22 За други додатни принцип који помиње стечајни поступак вид. принцип VI.D.6. Г20/ОЕЦД Принципа корпоративног управљања. Потраживања ималаца обвезница поменута су и у принципу IV.A.10. о извештавању друштва које мора обухватити и уговоре са имаоцима обвезница; односно принцип VI.C.2. који разматра структуру капитала и изложеност ризицима. OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 10.

23 Основни принцип поглавља VI. о одрживости и пословању отпорном на ризике Г20/ОЕЦД Принципа корпоративног управљања.

24 Додатни принцип VI.D.6. Г20/ОЕЦД Принципа корпоративног управљања.

односа.²⁵ У Принципима је указано на то да би се ради јачања права ималаца обвезница морала подстицати улога институционалних инвеститора у надзору и учешћу у раду друштва и активније вршење права ималаца обвезница.²⁶ Истакнута је потреба дефинисања или унапређења стандардних и других уговорних клаузула у односу друштва и ималаца обвезница, уз смањење дискреционе (про)оцене друштва и испуњењу својих обавеза према имаоцима обвезница.²⁷ Најзад, подстиче се коришћење споразумног финансијског реструктурирања и активно учешће ималаца обвезница у том поступку.

III Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница

Управо је због недовољног обухвата Принципа корпоративног управљања у заштити инвеститора – улагача у невласничке хартије од вредности, ОЕЦД предузела кораке ка усвајању посебних смерница који у центар пажње стављају издаваоце корпоративних обвезница. Полазна основа за то је **развој потпуно нових, али и примена или прилагођавање већ постојећих општих принципа корпоративног управљања и на издаваоце, чијим се обвезницама** (али не нужно и типичним власничким хартијама од вредности) **тргује јавно** на регулисаном тржишту или другом месту трговања.²⁸ Иако полазе од примене општих Принципа корпоративног управљања, они се не задржавају само на њима, већ иду и корак даље у формулисању нових смерница прилагођених издаваоцима корпоративних обвезница. Посебан разлог за то је и разлика издаваоца корпоративних обвезница од појма јавног друштва: издавалац корпоративних обвезница не мора бити јавно друштво и тим хартијама се може, али не мора трговати јавним путем – не само на регулисаном тржишту, већ и на другим платформама, односно путем директног преговарања између продавца и купца.²⁹ Број таквих друштава је, глобално посматрано ипак значајно мањи у односу

25 Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања, 49.

26 Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања, 49.

27 *Ibid.*

28 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 2.

29 У праву Републике Србије јавно друштво је у чл. 2 ст. 1 тач. 100 ЗТК дефинисано као друштво које испуњава један од два алтернативно постављена услова: успешно је извршило јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија за хартије од вредности; или су његове хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту. Отуд је могуће да издаваоци корпоративних обвезница немају обавезу сачињавања проспекта у складу са чл. 35–37 ЗТК, нити се њиховим хартијама од вредности тргује на

на издаваоце корпоративних обвезница који су истовремено и јавна друштва, чијим се власничким или невластичким хартијама од вредности већ тргује јавним путем.³⁰ Правна природа смерница је замишљена као скуп необавезујућих правила, намењених националним законодавцима, другим регулаторним телима, организатору тржишта и регулисаном тржишту и другим учесницима на тржишту капитала.

1. Објављивање података и транспарентност

Смернице почивају на правилима о **објављивању података и подстицању транспарентности**. Информисање представља традиционално средство заштите поверилаца, чији је циљ, између осталог, уштеда трошкова индивидуалног информисања сваког учесника на тржишту.³¹ Временом је оно постало један од најважнијих самосталних регулаторних института компанијског и права тржишта капитала и најзначајније средство у заштити поверилаца.³²

Отуда је као *прва смерница* разрађен један од основних ОЕЦД Принципа корпоративног управљања: *правовремено, тачно извештавање о свим бијиним ијитијањима која се односе на друштво и његове обвезнице укључене у јавно трговање, али и финансијску ситуацију друштва и његове резултате пословања, циљеве, власништво, послове са личним интересом, предвидиве ризике, уговорне обавезе и начин управљања*.³³ Циљ информисања није споран: велики број података који је важан акционарима, могао би бити важан и другим инвеститорима, укључујући и улагаче у корпоративне обвезнице, како би проценили ликвидност друштва, односно, како би донели разумну одлуку о инвестирању или гласању. Имаоцима обвезница су посебно важни и обезбеђење, последице неуредног испуњења или измена услова под којим су засновали свој однос са друштвом.³⁴ Даље се истиче *правовремено и тачно објављивање бијиних чињеница за уговорни однос са имаоцима обвезница, укључујући и ризик неиспуњења обавеза*.³⁵ То се посебно односи

регулисаном тржишту, већ неком другом сегменту тржишта капитала (МТП, ОТП), те не испуњавају услове за статус јавног друштва.

30 Чинили су свега нешто мање од 15% укупног броја емитованих корпоративних обвезница током 2022. и 2023. године. OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 9.

31 E. Ferran, L. Chan Ho, 63.

32 Татјана Јевремовић Петровић, „Обавезно објављивање као инструмент заштите поверилаца у компанијском праву“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2011, 189.

33 Основни принцип поглавља IV о обавештавању и транспарентности Г20/ОЕЦД Принципа корпоративног управљања и Смерница 1.А. Нацрта.

34 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 3.

35 Смерница 1.Б. Нацрта.

на оне ризике у испуњењу обавеза којима се ограничава пословање дужника током трајања уговорног односа, попут ограничења плаћања, исплате дивиденде, сагласности ималаца обвезница на поједине одлуке или начин пословања друштва и слично; или накнадну промену услова под којима је заснован дужничко-поверилачки однос (нпр. споразумно финансијско реструктурирање). Такође се помиње и прецизирање услова који воде ка замени тзв. условних заменљивих обвезница финансијских институција (*contingent convertible bonds*) за њихове акције.³⁶

Извештавање би требало везати за међународно прихваћене праксе извештавања и објављивања.³⁷ Годишњу ревизију требали би обавијати независни, стручни ревизори чије се квалификације одређују према међународним стандардима ревизије, како би ујружили стручно мишљење не само друштву – према коме имају дужности постојања са најном доброј стручњака у вршењу ревизије у јавном интересу; и његовим акционарима, већ и имаоцима обвезница о постојању и примени међународној рачуноводственој извештавања у приреми финансијских извештаја.³⁸ Имаоци обвезница или лица која ујрављају њиховим интересом морају имати једнак, благовремен приступ информацијама уз разумне трошкове, уз прилагодњавање посебним потребама друштва и њиховим улазима.³⁹ Тиме се шири обавеза континуираног и повременог информисања и на имаоце обвезница, тако да подаци буду лако доступни и прегледни. Такође се намеће потреба прилагођавања објављених информација инвеститорима у случају објављивања смањеног обима информација (у односу на садржај проспекта, када није нужно његово објављивање) који се захтева од издаваоца приликом емисије ових хартија од вредности.⁴⁰

36 Реч је о обвезницама које издају банке као аутоматски заменљиве обвезнице у случају наступања неког унапред предвиђеног догађаја. Вид. E. Ferran, L. Chan Ho, 451.

37 Смерница 1.Ц. Нацрта. Република Србија прихвата Међународне стандарде финансијског извештавања (МСФИ) и посебне Међународне стандарде финансијског извештавања за мала и средња правна лица (МСФИ за МСП). Вид. чл. 2 ст. 1 тач. 4 и 5 Закона о рачуноводству, *Службени гласник РС*, бр. 73/2019, 44/2021 (др. закон). Њихова примена је према чл. 24–26 Закона о рачуноводству обавезна у финансијском извештавању великих правних лица, сачињавању консолидованих финансијских извештаја, јавних друштава, односно друштава која се припремају да постану јавна (МСФИ), односно за мала и средња правна лица према МСФИ за МСП, а могућа и за микро и друга правна лица.

38 Смерница 1.Д и Е. Нацрта. Вид. Закон о ревизији, *Службени гласник РС*, бр. 73/2019, који у чл. 2 ст. 1 тач. 17 и чл. 27 предвиђа примену Међународних стандарда ревизије и Међународних стандарда контроле квалитета приликом обављања ревизије.

39 Смерница 1.Ф. и Г. Нацрта.

40 У праву тржишта капитала ЕУ извештавање је у раније било свеобухватно и односило се на све издаваоце и емисије различитих хартија од вредности. Временом

2. Дужности директора и других лица

У теорији се већ дуго говори о заштити поверилаца путем правила о капиталу друштва. Све док друштво послује тако да несметано може испунити своје обавезе, нема потребе за додатном заштитом поверилаца. Њихова потраживања имају првенство у намирењу из имовине друштва, и у том циљу традиционално компанијско право, посебно у Европи, предвиђа бројна правила ради формирања и одржавања вредности капитала, укључујући и ограничења исплата.⁴¹ Осим правила о капиталу, заштита поверилаца је могућа и путем правила о одговорности појединих лица, којима се може санкционисати опортунистичко поступање појединих лица. Тиме се повериоци настоје заштити након насталог повећаног ризика у наплати потраживања – заштита *ex post*, која настоји да умањи настале губитке.⁴² Иако не нужно, често ће то бити ситуације у близини стечаја, или, начелно, када се друштво суочи са финансијским тешкоћама у пословању. Тада до изражаја посебно може доћи одговорност појединих лица, услед чијег поступања или пропуста у вршењу дужности друштво није у могућности да испуни своје обавезе, или би то могло у већој мери да је правовремено покренут одговарајући (најчешће стечајни) поступак.

То је био разлог да смернице посебну пажњу посвете поступању појединих лица, посебно питању **одговорности и дужности директора**

је, међутим, та област значајно реформисана, те су захтеви приликом емисије појединих хартија од вредности и њиховог укључивања на регулисано тржиште умањени и прилагођени издаваоцима, врсти хартија и природи инвестирања. Посебно је реформа утицала на већи број изузетака који се односи на емисију обвезница и њихово укључивање на регулисано тржиште, имајући у виду природу таквих улагања, у којој доминирају професионални инвеститори. Вид. детаљно: N. Moloney, 89–90.

У том смислу је српско право предвидело правила о објављивању проспекта за јавну понуду хартија од вредности и укључивање на регулисано тржиште, али се она не односе на емисије чија је укупна вредност мања од 1.000.000 евра, нити за поједине врсте јавних понуда квалификованим инвеститорима, мањем броју лица, емисијама за појединачну вишу вредност хартија од вредности, затворене емисије; односно у случају објављивања проспекта ради укључивање у трговање на регулисано тржиште за неке емисије невластничких хартија од вредности или заменљивих обвезница и других хартија од вредности. За невластничке хартије од вредности могуће је саставити и основни проспект, поједностављени проспект у случају када су хартије од вредности издаваоца већ укључене у трговање, или проспект ЕУ за раст. Вид. чл. 35, 36, 42, 48 и 49 ЗТК.

41 Вид. нпр: John Armour, *Share capital and creditor protection: Efficient rules for a modern company law?*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 148, Cambridge, December 1999, 16.

42 Татјана Јевремовић Петровић, „Повериоци у компанијском праву и инструменти њихове заштите“, *Анали Правној факултету Универзитета у Београду*, бр. 1/2011, 251.

(чланова одбора директора или других одбора). Наглашено је *савесно постојеће чланова одбора, засновано на свеобухватним подацима и са дужном пажњом, у најбољем интересу друштва и његових чланова (акционара), водећи рачуна и о интересима малца обвезница.*⁴³ Тиме је посебно истакнуто да би у близини стечаја било нужно посебно поступање директора којим би се умањила штета за повериоце, и како би се са имаоцима обвезница и другим повериоцима могли предузети заједнички кораци у реструктурирању или ради покретања стечајног поступка.⁴⁴ Наглашена је *обавеза процене односа кайишала друштва према његовим стипендијским циљевима и могућим ризицима како би се омогућила већа отпорност друштва на ризике.*⁴⁵ Тиме се даље разрађује до сада мање изражена обавеза директора да у друштвима (посебно оним ван финансијског сектора) воде рачуна о (пре)задужености друштва и, уколико је потребно, предузимају посебне мере или кораке како би друштво могло редовно да испуни своје обавезе. У томе би нарочито важна била упутства која уређују однос структуре капитала и емисије обвезница.⁴⁶

Важно је истаћи да смернице упућују на *надлежност одбора директора у доношењу одлуке о издавању обвезница, уколико другачије није предвиђено актима друштва, док би за издавање заменљивих обвезница надлежност могла поред одбора имати и скупиштина друштва.*⁴⁷ То је посебно разумљиво за обичне (незаменљиве) обвезнице, будући да одбор директора најбоље може ценити ризик у задуживању друштва у светлу његове структуре капитала.⁴⁸ Замена обвезница за акције друштва може утицати на чланове друштва и њихово учешће у капи-

43 Смерница 2.А. Нацрта.

44 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 5.

45 Смерница 2.Б. Нацрта. Ту, за разлику од појединих националних права, српско право нема изричитих дужности директора које би могле санкционисати поткапиталисање или превелико задуживање друштва.

46 OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 5, 14.

47 Смерница 2.Б.1. Нацрта. У том погледу је српско право предвидело надлежност скупштине акционарског друштва ради емисије заменљивих обвезница и вараната, док надлежност у погледу емисије обичних обвезница, односно код других форми привредних друштава није изричито предвиђена. Требало би прихватити могућност да у случају обичних обвезница надлежност имају они органи задужени за вођење послова друштва, директори, одбор директора, односно надзорни одбор у случају дводомног управљања, осим уколико је другачије уређено актима друштва. Вид. чл. 262 ст. 6 Закона о привредним друштвима – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 (др. закон), 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021, 19/2025.

48 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 5; OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 5.

талу друштва, односно на њихову могућност утицаја на пословање друштва, те се са правом у том случају захтева и сагласност скупштине ради емисије заменивих обвезница. *Могуће је ограничити задуживање друштва утицем емисије обвезница у нефинансијском сектору, утицем обавезних резерви или ограничењима плаћања.*⁴⁹

3. Посебна права ималаца корпоративних обвезница

Имаоци обвезница већ годинама уназад често улажу у обвезнице, иако је у емпиријским истраживањима уочено да је њихов утицај на пословање издаваоца све слабији, а заштита њихових права све мања.⁵⁰ Другим речима, они све чешће пристају на мањи утицај у пословању издаваоца зарад већих прихода.⁵¹ Такав приступ, међутим, повећава ризичност улагања и мању стабилност тржишта, јер се имаоци обвезница, подстакнути ограниченим, често краткорочним циљевима, одричу контроле којом би могли утицати на дугорочно пословање издаваоца које им је важно код дужих рокова доспелости. Истраживања и практична искуства кажу да је секундарна трговина корпоративним обвезницама, посебно уколико дају стабилне годишње приходе, често ограничена на прве године након емисије и много је мање изражена од других хартија од вредности услед њихове специфичне природе.⁵² У смерницама је због тога највећа пажња поклоњена **посебним правима ималаца обвезница**. Препоручено је *лакше вршење права ималаца обвезница у*

49 Смерница 2.Б.2. Нацрта. Док у српском праву у том погледу нема ограничења према којима би се захтевало формирање обавезних резерви, изузев уколико то није посебним прописима предвиђено; бројна су ограничења у исплати добити и ограничења плаћања којима се штите повериоци друштва, укључујући и имаоце обвезница. Вид. чл. 183 и чл. 270; чл. 184–185, чл. 191 и чл. 275 ЗОПД; и чл. 528 у случају ограничења исплата члановима друштва у ликвидацији пре исплате свих потраживања поверилаца.

50 Serdar Çelik, Gül Demirtaş, Mats Isaksson, „Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance“, *OECD Corporate Governance Working Papers No. 16*, OECD Publishing, Paris, 2025, доступно на адреси: <https://dx.doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en>, 5. 4. 2026, 8, 45.

51 *Ibid.*, 8.

52 *Ibid.*, 27–29. До сличних закључака су довела и истраживања спроведена у оквиру тржишта капитала ЕУ. Аутори наводе да је улагање у обвезнице најчешће дугорочно улагање са малим интересом за секундарно трговање. За разлику од улагања у друге хартије, код којих су од много већег значаја тржишне информације, улагање у обвезнице је на њих релативно „неосетљиво“. То утиче на њихову трговину и релативну малу ликвидност тржишта овим хартијама, јер се њима често приватно тргује, у великим износима, међу релативно малим бројем великих инвеститора. Вид. European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Drivers of Corporate Bond Market Liquidity in the European Union*, European Commission, 2017, 6, 21; N. Moloney, 431–432.

*друштвима чијим се хартијама од вредности јавно тргује, њихова нейо-средна комуникација, и подршка ангажовању институционалних инвеститора.*⁵³ Велики значај у дефинисању права ималаца обвезница имају оне одредбе које обезбеђују њихова потраживања, посебно ограничења плаћања, финансирања или инвестиционих одлука издаваоца.⁵⁴ У смерницама се истиче и да би требало подстаћи институционалне инвеститоре на објављивање политике гласања и управљања портфолиом инвеститора и заштитом њихових интереса.⁵⁵ То је посебно важно услед чињенице да су улагачи у обвезнице најчешће институционални инвеститори, са релативно малим бројем малих инвеститора.⁵⁶

Имаоци обвезница су према својој позицији инвеститора блиски акционарима. Њихова права се могу ојачати истим оним институтима на којима почивају основна права акционара: праву гласа и праву на излазак.⁵⁷ Врло је важан, због тога, принцип којим би се *друштва подстицала да имаоцима обвезница омогуће вршење права, да се информишу и гласају на скупштини ималаца обвезница, за коју би била усвојена правила рада путем словника или других аката друштва.*⁵⁸ На седницама би се морао омогућити равноправан третман ималаца обвезница уз претходно информисање и остваривање права гласа удаљеним средствима комуникације.⁵⁹ Посебну скупштину или састанак ималаца обвезница уређују нека национална права, иако не детаљно.⁶⁰ Пожељно би, због тога, било посветити им већу пажњу у одредбама националног права, иако и издаваоци обвезница могу та питања уредити својим актима или приликом емисије обвезница. Начелно је, такође, предвиђен *једнак третман свих ималаца обвезница путем правила корпоративној*

53 Смерница 3.А, Б. и Ц. Нацрта.

54 OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 25.

55 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 6.

56 Чак се и за институционалне инвеститоре, међутим, може рећи да су најчешће пасивни у погледу вршења права из обвезница, све док њихова исплата није угрожена. European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 22, 113.

57 S. Çelik, G. Demirtaş, M. Isaksson, 9.

58 Смерница 3.Д. Нацрта.

59 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 7.

60 Познају их, на пример, Аустралија, Бразил, Кина, Израел, Јапан, Луксембург и САД (седам од укупно осам националних права која су анализирана у студији ОЕЦД). OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 22.

У праву Републике Србије је у чл. 96 уређена могућност одржавања **састанка ималаца дужничких хартија од вредности**. Предвиђено је обавештавање ималаца обвезница о одржавању тог састанка, њихово представљање на састанку преко пуномоћника и друга правила о сазивању и месту одржавања састанка и начину обавештавања ималаца дужничких хартија од вредности.

ујрављања, посебно у случају измене услова из уговора са имаоцима обвезница који на различити начин могу утицати на њихов положај.⁶¹ То је, уосталом, и најчешћи тренутак у коме би се могло користити њихово право гласа.⁶² Посебно би требало уредити питање већине којом би скупштина ималаца обвезница имала право одлучивати о изменама услова из емисије обвезница или на који би се начин могла додатно обезбедити њихова потраживања.⁶³

У смерницама се даље подстиче именоване лица које би ујрављало и заступало интересе ималаца обвезница независно, стиручно и према унапред пројисаним условима, вршећи своју дужност са дужном пажњом и у интересу ималаца обвезница, посебно у случају покрећивања стечајног поступка над издаваоцем или сразумној финансијској реструктурирања.⁶⁴ Посебно је важно ангажовање лица које би заступало интересе појединачних и малих инвеститора и пратило испуњење обавеза издаваоца.⁶⁵ Обавеза ангажовања посебног лица које би заступало интересе ималаца обвезница уобичајена је у упоредном праву.⁶⁶ То лице би могло бити надлежно за припрему годишњих извештаја и извештавање о испуњењу обавеза издаваоца, старање о обезбеђењу потраживања и последицама неиспуњења обавеза, сазивање скупштине

61 Смерница 3.Г.1. Нацрта. Српски Закон о тржишту капитала је у чл. 96 изричито предвидео обавезу издаваоца дужничких хартија од вредности које су укључене на регулисано тржиште да свим имаоцима тих хартија обезбеди равноправан третман у погледу њихових права која имају из тих хартија. Издавалац мора обезбедити сва средства и информације, објавити и осигурати неповредивост права имаоцима обвезница. Предвиђена је и обавеза издаваоца да о новом издавању дужничких хартија обавештава јавност. Чл. 93 ст. 2 ЗТК предвиђа и обавезу издаваоца невласничких хартија од вредности које су укључене у трговање на регулисано тржиште да достави Комисији за хартије од вредности и регулисаном тржишту и објави сваку промену у правима или условима који могу утицати на промену у правима на тим хартијама, нарочито „променама у вези са условима задуживања и каматном стопом“. У праву ЕУ вид. чл. 16 и 18 Директиве о транспарентности. Вид. у том погледу о обавези тзв. регулаторног обавештавања у ЕУ: Rüdiger Veil, „Corporate Governance and Shareholder Rights“, *European Capital Markets Law* (ed. Rüdiger Veil), Hart Publishing, Oxford – London – New York – New Delhi, Sidney, 2022, 424.

62 S. Çelik, G. Demirtaş, M. Isaksson, 9.

63 OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 5.

64 Смерница 3.Е, 3.Е.1. и 3.Е.2 Нацрта.

Закон о тржишту капитала је ту могућност предвидео у чл. 96 ст. 4 путем обавезног омогућавања остваривања права ималаца обвезница путем пуномоћника.

65 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 7. У енглеском праву, нпр. није обавезно, али је често и корисно именоване тог лица. Вид. E. Fernan, L. Chan Ho, 456. У праву РС је према чл. 96 ст. 5 тач. 3 ЗТК ималац дужничких хартија од вредности у обавези да одреди кредитну институцију путем које имаоци тих хартија остварују своја финансијска права.

66 Вид. OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 24.

ималаца обвезница, руковођење њеним радом и спровођење њених одлука, и заступање ималаца обвезница у односима са трећим лицима, укључујући редефинисање дужничко-поверилачког односа, покретање стечајног поступка и слично.⁶⁷ Посебно се такве дужности могу дефинисати уколико је пуномоћник именован још у тренутку емисије обвезница (то лице може предложити и сам издавалац), док се старање о неиспуњеним обавезама или у случају финансијских тешкоћа нарочито може поверити неком лицу током одржавања скупштине или састанка ималаца обвезница.⁶⁸

Најзад, препоручљиво је *израдити моделе уговора који су намењени уређењу односа издаваоца и ималаца обвезница*.⁶⁹ Не само да модели могу подстаћи равноправнији третман ималаца обвезница, већ могу унапредити уобичајене начине уређења њихових односа путем модерних и ефикасних решења. За инвеститоре би они значили једноставније доношење инвестиционе одлуке и предвидљивост у заштити њихових права.⁷⁰ Такође би могли подстаћи њихову секундарну трговину, захваљујући лакшем налажењу заинтересованих лица за њихову куповину и продају.⁷¹

4. Заштита ималаца обвезница друштва у финансијским тешкоћама

Ради ефикаснијег вршења права ималаца корпоративних обвезница наглашено је **подстицање учешћа ималаца обвезница у споразумном реструктурирању**. Чињеница да имаоци обвезница представљају повериоце друштва увећава потребу посебне заштите њихових интереса када друштво има финансијске тешкоће. Посебно је важан онај период у коме има могућности да споразумно дође до промене услова из постојећег односа са имаоцима обвезница, како би се друштву омогућило да се врати нормалном пословању и испуни своје обавезе према повериоцима. Према смерницама, *требало би иодсјицијати споразумне договоре о редефинисању дужничко-поверилачкој односа када је то могуће*.⁷² Приликом вођења споразума важно је, међутим, водити

67 Нацрт ОЕЦД смерница за издаваоце корпоративних обвезница, 7.

68 S. Çelik, G. Demirtaş, M. Isaksson, 49.

69 Смерница 3.Ф. Нацрта.

70 OECD, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 26.

71 S. Çelik, G. Demirtaş, M. Isaksson, 30.

72 Смерница 3.Г. Нацрта. У Републици Србији је споразумно реструктурирање уређено Законом о споразумном финансијском реструктурирању, *Службени гласник РС*, бр. 89/2015, у ком је предвиђена могућност споразумног финансијског реструктурирања путем уговора дужника и повериоца уз пореске подстицаје.

рачуна о поверљивим информацијама, што може ограничити пренос обвезница током трајања договора. Услед тога би било пожељно омогућити заступање ималаца обвезница у вођењу преговора или га поверити лицима која су овлашћена да управљају и заступају њихове интересе.⁷³ Отворена питања у томе остају: поуздано идентификовање ималаца обвезница, и начелно решење питања да ли се за постизање споразума може захтевати већинска или само једногласна сагласност свих ималаца обвезница.⁷⁴

IV Даљи развој правила која се примењују на издаваоце корпоративних обвезница

Развојем и унапређењем правила која се примењују на издаваоце корпоративних обвезница поново су у центар пажње стављени Г20/ОЕЦД Принципи корпоративног управљања. У Нацрту смерница је истакнут значај правила о објављивању информација и њиховој широј доступности, равноправни третман инвеститора и подстицање њиховог ангажовања. Најзад, истакнута је потреба јачања одговорности и успостављања дужности према имаоцима обвезница. На тај начин указано је на потребу развоја посебних или већу пажњу у примени већ постојећих правила корпоративног управљања на издаваоце корпоративних обвезница. Њиховом применом би се могло увећати поверење улагача, и подстаћи ефикасније и стабилније функционисање тржишта корпоративних обвезница. Са тим ставом слажу се и други.

Међу најзначајнијим подухватима у овој области у Европи највећи значај има идеја формирања тзв. уније тржишта капитала ЕУ, у последње време дефинисана у идеји тзв. уније штедне и инвестиција ЕУ.⁷⁵ Свеобухватна регулаторна реформа се односи и на тржишта

Могуће је да реструктурирање обухвати измену рокова доспелости, каматне стопе и друге услове из потраживања, давање додатних средстава обезбеђења, претварање потраживања у капитал и слично, што може бити врло занимљиво у редефинисању односа између издаваоца и имаоца његових обвезница. Вид. посебно чл. 17 Закона о споразумном финансијском реструктурирању.

73 ОЕЦД, „Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market“, 27.

74 *Ibid.* Имајући у виду да је у српском праву финансијско реструктурирање добровољно и заснива се на сагласности између поверилаца и дужника, уз поштовање начела равноправности њиховог положаја и положаја сразмерног висини потраживања, уз другачији договор, сваки ималац обвезнице би морао изричито прихватити да учествује у том поступку. Могуће би, међутим, било да се постизање споразума затим препусти неком једном или неколицини лица која заступају њихове интересе. Вид. чл. 8 и 9 Закона о споразумном финансијском реструктурирању.

75 Акциони план ЕУ формирања уније тржишта капитала из 2015. године (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Coun-*

дужничких хартија од вредности, која су у Европи одувек била далеко мање развијена од таквих тржишта ван Европе (ЕУ), али и од европских тржишта власничких хартија од вредности.⁷⁶ Посебан циљ у постизању успешне Уније капитала ЕУ је било постојање интегрисаног, ефикасног и отпорног тржишта корпоративних обвезница, како би се за инвеститоре отвориле нове прилике за инвестирање, а за друштва обезбедили нови извори финансирања.⁷⁷ Европска група стручњака компанијског права истиче да би у том циљу било нужно не само развијати посебна правила ради даљег уређења тржишта корпоративних обвезница, већ и прибећи до сада запостављеној хармонизацији правила која уређују тржиште корпоративних обвезница и њихове издаваоце у ЕУ.⁷⁸ Осим ефикаснијег регулисања тржишта, које би подстакло његов даљи развој, као један од важних циљева они истичу и спречавање регулаторног такмичења у случају емисије корпоративних обвезница на територији друге државе чланице, што је у пракси уобичајено.⁷⁹ Штавише, најчешће ће обвезнице бити емитоване на развијеном тржишту, као што су већ традиционално у Европи позната тржишта обвезницама у Великој Британији и Луксембургу.⁸⁰ Међу најважнијим ризицима услед недостатка хармонизованих правила стручњаци истичу ниже стандарде у заштити инвеститора и њихово слабије информисање.⁸¹

Република Србија придружује се напорима у развоју свог тржишта капитала. Видљиво је све веће интересовање привредних друштава ван финансијског сектора за издавање корпоративних обвезница, иако је оно још на самом почетку. Неколико друштава је већ извршило емисију корпоративних обвезница, са најчешћим мотивима рефинансирања, али

cil, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, SWD(2015) 183 final, SWD(2015) 184 final, Brussels, 30. 9. 2015, COM(2015) 468 final, даље у фуснотама цитиран као Акциони план 2015); и нови Акциони план ЕУ из 2020. године (European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan, COM(2020) 590 final, Brussels, 24. 9. 2020). Сви званични документи ЕУ доступни су на сајту ЕУ: https://european-union.europa.eu/index_en, 1. 4. 2026. Вид. Т. Јевремовић Петровић (2022), 605 и даље.

76 Акциони план 2015, 3. European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Improving European Corporate Bond Markets: Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, European Commission, November 2017, 3.

77 *Ibid.*, 3.

78 The European Company Law Experts Group, без броја странице.

79 *Ibid.*

80 E. Ferran, L. Chan Ho, 458.

81 The European Company Law Experts Group, без броја странице.

и даљег развоја друштва.⁸² У протеклој години су први пут у Републици Србији емитоване зелене корпоративне обвезнице, а пре неколико дана (у тренутку писања овог рада) укључене су у трговање хартије још једног издаваоца корпоративних обвезница.⁸³ Трговина корпоративним обвезницама је до сада организована на регулисаном тржишту Београдске берзе у оквиру сегмента тржишта који није листинг (*Open Market*) за укупно четири издаваоца, а очекује се укључивање у трговање још једног издаваоца. Такав вид задуживања могао би бити повољнији за финансијску стабилност и самосталност привредних друштава од других, уобичајених начина финансирања. Са друге стране би могао допринети већим могућностима инвестирања, услед чега будуће емисије корпоративних обвезница свакако треба подстаћи.

Унапређење управљања и контроле у издаваоцима би могло значајно допринети јачању поверења у тржиште и веће прилике за улагање. Развој правила у тој области би, међутим, морао имати у виду особености које прате обвезнице као дужничке хартије од вредности које улагаче стављају у јединствену позицију инвеститора-повериоца. Тржиште корпоративних обвезница такође показује значајне особености у односу на тржиште акцијама или другим хартијама од вредности, услед различитих, и по правилу дугорочних циљева улагача у те хартије од вредности. Отуд би посебну пажњу требало дати оснаживању дугорочног и информисаног улагања ималаца обвезница, уз могућност да у случају финансијских тешкоћа друштва могу правовремено реаговати и узети активно учешће у заштити својих права.

Коришћена литература

Armour John, *Share capital and creditor protection: Efficient rules for a modern company law?*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 148, Cambridge, December 1999.

82 Од тога су два издаваоца из финансијског сектора (UniCredit Bank Србија, ад, Београд и Raiffeisen банка, ад, Србија), док су два издаваоца из нефинансијског сектора (Elixir Group, доо, Шабац и Fashion Company, доо, Београд. Један издавалац (Друштво за производњу, промет и услуге Бетон плус, доо, Београд) је у поступку емисије и укључивања на сегмент регулисаног тржишта Београдске берзе дугорочних динарских обвезница укупне номиналне вредности од 10 милијарди динара. Сви подаци наведени према сајту Београдске берзе, доступно на адреси: <https://bgdx.rs>, 9. 4. 2026.

83 Вид. недавно извршену емисију корпоративних обвезница у Fashion Company, доо, Београд. Друштво је емитовало дугорочне динарске обвезнице у вредности од 8,45 милијарди динара (око 72 милиона евра). Емисија је била намењена правним лицима са статусом професионалног инвеститора, а целокупну емисију је откупила AikBank, ад. Београд.

- Васиљевић Мирко, Јевремовић Петровић Татјана, Лепетић Јелена, *Компанијско право: Право привредних друштва*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2023. (Vasiljević Mirko, Jevremović Petrović Tatjana, Lepetić Jelena, *Kompanijsko pravo: Pravo privrednih društava*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2023)
- Veil Rüdiger, „Financial Instruments“, *European Capital Markets Law* (ed. Rüdiger Veil), Hart Publishing, Oxford – London – New York – New Delhi, Sidney, 2022.
- Veil Rüdiger, „Corporate Governance and Shareholder Rights“, *European Capital Markets Law* (ed. Rüdiger Veil), Hart Publishing, Oxford – London – New York – New Delhi, Sidney, 2022.
- European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Drivers of Corporate Bond Market Liquidity in the European Union*, European Commission, 2017.
- European Commission: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Improving European Corporate Bond Markets: Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, European Commission, November 2017.
- The European Company Law Experts Group (Franca Contratto, Sofie Cools, Paul Davies, Rui Dias, Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Erik Lidman, Adam Opalski, Eva Micheler, Alain Pietrancosta, Andrés Recalde Castells, Markus Roth, Rolf Skog, Martin Winner, Eddy Wymeersch), „The case for harmonisation of a capital market where it is needed: a shift in focus to the market for corporate debt“, доступно на адреси: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/01/case-harmonisation-capital-market-where-it-needed-shift-focus-market>, 1. 4. 2026.
- Јевремовић Петровић Татјана, „Повериоци у компанијском праву и инструменти њихове заштите“, *Анали Правној факултету у Београду*, бр. 1/2011. (Jevremović Petrović Tatjana, „Poverioci u kompanijskom pravu i instrumenti njihove zaštite“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 1/2011)
- Јевремовић Петровић Татјана, „Обавезно објављивање као инструмент заштите поверилаца у компанијском праву“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2011. (Jevremović Petrović Tatjana, „Obavezno objavljivanje kao instrument zaštite poverilaca u kompanijskom pravu“, *Pravo i privreda*, br. 4–6/2011)
- Јевремовић Петровић Татјана, „Успостављање и јачање уније тржишта капитала ЕУ“, *Право и привреда*, бр. 4/2022. (Jevremović Petrović Tatjana, „Uspostavljanje i jačanje unije tržišta kapitala EU“, *Pravo i privreda*, br. 4/2022)

- Јевремовић Петровић Татјана, „Корпоративно управљање у друштвима за осигурање“, *Токони осигурања*, бр. 2/2025. (Jevremović Petrović Tatjana, „Korporativno upravljanje u društvima za osiguranje“, *Tokoni osiguranja*, br. 2/2025)
- Јовановић Небојша, *Уџбеник из комџанијској љрава*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2026. (Jovanović Nebojša, *Udžbenik iz kompanijskog prava*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2026)
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Комџанијско љраво: Право љривредних субјеката*, друго издање, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2021. (Jovanović Nebojša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Kompanijsko pravo: Pravo privrednih subjekata*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2021)
- Moloney Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, third edition, Oxford University Press, Oxford, 2016.
- Ferran Eillis, Chan Ho Look, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, Oxford, 2014.
- Ferrarini Guido, „Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda“, *ECGI Law Working Paper N° 347/2017*, March 2017, доступно на адреси: <https://ssrn.com/abstract=2925721>, 1. 4. 2026.
- Нопт Klaus J, „Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy“, *European Business Organization Law Review*, Vol. 22, Nr. 1/2021.
- Çelik Serdar, Demirtaş Gül, Isaksson Mats, „Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance“, *OECD Corporate Governance Working Papers No. 16*, OECD Publishing, Paris, 2025, доступно на адреси: <https://dx.doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en>, 5. 4. 2026.

Tatjana JEVREMOVIĆ PETROVIĆ, Ph.D.

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

GUIDELINES FOR ISSUERS AND STRENGTHENING THE CORPORATE BOND MARKETs

Summary

Corporate bond markets are increasingly at the centre of professional and scientific attention. Not only do they contribute to the overall functioning of the capital markets, but they also encourage investment in corporate bonds. This is especially important for companies, supplying them with additional sources of financing, while investors can achieve stable incomes in the long run. The growing global interest in corporate bonds, especially in Europe in recent decades and more recently in the Republic of Serbia, highlights the need for more detailed research. The recent publication of guidelines focusing on corporate bond issuers motivated this research.

At the end of last year, the Organisation for Economic Co-operation and Development published Draft Guidelines for Corporate Bond Issuers, further elaborating the G20/OECD Principles of Corporate Governance. In this paper, the author refers to the most important principles of corporate governance for corporate bond issuers and explains their significance. The Guidelines emphasised the importance of corporate governance in the corporate bond issuers to improve the position of bondholders and better protect their interests. It is emphasised that further adoption of good corporate governance in corporate bond issuers could encourage the development and improve stability in corporate bond markets. This should be one of the strategic goals for the Republic of Serbia's capital market.

Key words: *Corporate Bonds. – Issuer. – Draft Guidelines for Corporate Bond Issuers. – Disclosure. – Director's duties.*

Датум пријема рада: 1. 4. 2026.

Датум прихватања рада: 4. 5. 2026.