

УДК: 336.76(4-672EU:497.11)

Biblid 1451-3188, 21 (2022)

Год XXI, бр. 77-78, стр. 125–139

Изворни научни рад

Рад примљен 7. 3. 2022. године

Рад одобрен 21. 3. 2022. године

DOI: https://doi.org/10.18485/iipe_ez.2022.21.77_78.8

НОВИ ЗАКОН О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА СРБИЈЕ И ХАРМОНИЗАЦИЈА СА MiFID II

Марија ВИЋИЋ СИМИЋ¹

Анстракт: У овом раду аутор се бави резултатима хармонизације новог Закона о тржишту капитала Републике Србије са релевантном Директивом Европске уније (MiFID II). Из анализе произилази да спроведена хармонизација домаћег законодавства, са правом ЕУ у предметној материји, представља велики корак напред у даљем развоју српског тржишта капитала које је од виталног значаја за напредак српске привреде у целости. Рад је подељен у три целине. У првој целини разматра се тренутно стање регулативе тржишта капитала и указује се на неке кључне проблеме који су проистекли из праксе. У другој целини приказани су основни појмови и институти MiFID II, као и њене основне вредности. У завршном, и најзначајнијем делу рада, разматрају се институти који су имплементирани у нови закон о тржишту капитала у Републици Србији, даје се приказ њихових основних карактеристика, као и оцена постигнутих унапређења у односу на претходна законодавна решења.

Кључне речи: Закон о тржишту капитала, Република Србија, Европска унија, MiFID II, хармонизација.

¹ Адвокатска канцеларија Karanović & Partners, Београд; Правни факултет Универзитета у Београду. Е-mail: marija.vicic@karanovicpartners.com

1) УВОД

У процесу придруживања Републике Србије Европској унији и хармонизације релевантних прописа у различитим областима, крајем 2021. године, Народна скупштина Републике Србије усвојила је нови Закон о тржишту капитала који је у великој мери усаглашен са Директивом Европског парламента и Савета 2014/65 о тржиштима финансијских инструмената (*MiFID II*).² Овом Директивом измењене су и допуњене раније Директиве 2002/92 и 2011/61 којима је регулисана материја тржишта капитала и, уопште, послови који се на њему закључују и финансијски инструменти који се на њему користе.³ Закон о тржишту капитала Републике Србије ступио је на снагу 5. јануара 2022. године, а почеће да се примењује девет месеци од ступања на снагу, тј. од 6. јануара 2023. године (осим одређених одредби којима се дају овлашћења за доношење прописа, општих и других аката којима се врши усклађивање рада и пословања одређених субјеката са одредбама новог закона, које се примењују од дана ступања на снагу новог закона и одредби чија је примена одложена до ступања Републике Србије у Европску унију), будући да се у међувремену очекује доношење подзаконских прописа којим се процес хармонизације заокружује, а сама област детаљније уређује. Овај законодавни искорак у пракси је добро примљен, с обзиром на то да се дуго чекало да српско тржиште капитала буде адекватно припремљено за хармонизацију са једним софистицираним прописом који доноси много тога новог и унапређеног као што је *MiFID II*. У том смислу, унапређена је регулатива о тржишту, правила о транспарентности, правила о заштити инвеститора, надзорна овлашћења надлежних органа, и др. Међутим, остало је отворено питање – да ли је српско тржиште капитала сада спремно за даље унапређење у смислу регулаторног оквира? Будући да Закон тек треба даље да се разради доношењем подзаконских аката од стране надлежних органа, сматрамо да би било корисно дати приказ шта нас у ствари очекује када закон почне збиља да се примењује у правној пракси. Која су то нова решења која Закон доноси, а која су преузета из *MiFID II*?

2) САДРЖАЈ ЗАКОНА

Важећи Закон о тржишту капитала у Србији резултат је хармонизације са Првом директивом ЕУ у области регулисања финансијских инструмената и

² „Закон о тржишту капитала”, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.

³ “Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU”, *OJ L 173/349*, 12.6.2014.

тржишта капитала *MiFID I* из 2004. године (али и другим прописима Европске уније који су у међувремену знатно измењени или им је престала важност).⁴ Иако је српско тржиште капитала и даље неразвијено, ослањање на ранија регулациона сматра се застарелим, а свакако да постоји значајан раскорак у односу на регулативу европских земаља. У наставку овог дела рада приказаћемо неке основне институте сада важећег Закона о тржишту капитала, који се најчешће тумаче у пракси, и покушати да укажемо на мањкавости тих института. Напомињемо да је избор института које ћемо изложити заснован на професионалном искуству аутора на основу досадашње праксе.

Финансијски инструменти

Закон о тржишту капитала таксативно наводи финансијске инструменте на идентичан начин како то чини *MiFID I*, а та листа укључује преносиве хартије од вредности (што закон посебно дефинише), инструменте тржишта новца, јединице институција колективног инвестирања и све врсте деривативних инструмената, чија је дефиниција постављена веома широко тако да може да обухвати најразличитије креације (на пример, „друге изведене финансијске инструменте који се односе на имовину, права, обавезе, индексе и мере које нису наведене а које имају одлике других изведених финансијских инструмената, имајући у виду, између осталог, да ли се њима тргује на регулисаном тржишту или МТП, да ли се клиринг и салдирање врше у признатим клириншким кућама и да ли подлежу редовним позивима за доплату”).⁵ У погледу ове дефиниције истичемо две недоследности. Закон дефинише само „преносиве” хартије од вредности, а у самом тексту се на више места прописују одређена правила која важе за хартије од вредности, без назнаке да ли треба да буду преносиве и уз изостанак саме дефиниције хартија од вредности као таквих. Додатно, на више места Закон предвиђа одређена правила која би требало да важе за све финансијске инструменте, али језички она важе само за хартије од вредности. Друго, Закон не даје поделу деривативних инструмената на стандардизоване и нестандардизоване, док у члану 5 предвиђа да се не примењује на тзв. *нестандардизоване изведене финансијске инструменте* (деривате, прим. аут).⁶ У пракси се искристалисало

⁴ „Закон о тржишту капитала”, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020; “Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC”, *OJ L 145*, 30.4.2004.

⁵ „Закон о тржишту капитала”, чл. 1, ст. 1, тач. 1; *Annex 1, Section C*.

⁶ „Закон о тржишту капитала”, чл. 5, ст. 1

значење појма „нестандардизовани“ дериват – дериват којим се не тргује на организованом тржишту (регулисаном тржишту или МТП-у), већ слободно (на ОТЦ тржишту), док, с друге стране, „стандардизовани“ дериват је онај којим се тргује на неком организованом тржишту, што су потврдили и ставови Народне банке Србије.

Инвестиционе услуге и додатне услуге

Слично као и финансијске инструменте и инвестиционе и додатне услуге важећи Закон о тржишту капитала дефинише по узору на *MiFID I*, наводећи услуге таксативно.⁷ Посебно скрећемо пажњу на додатну услугу чувања и администрирања финансијским инструментима за рачун клијената, што је тзв. *кастоди услуга*, али то није на први поглед јасно из дате дефиниције.⁸ У вези са дефинисањем инвестиционих и додатних услуга јавља се дилема њихове територијалне примене. Наиме, важећи Закон не дефинише могућности прекограничног пружања ових услуга, али у исто време не даје ни смернице за одређивање своје територијалне примене. Са тим у вези, у пракси се јавља дилема када се закон има применити на пружаоце услуга из иностранства када пружају услуге српским резидентима, а те услуге по свом опису одговарају описаним инвестиционим или додатним услугама. До сада је Комисија за хартије од вредности ово питање тумачила рестриктивно, те сматрала да има места за примену закона увек када се одређене услуге које по свом опису одговарају инвестиционим или додатним услугама пружају српским резидентима.⁹ Такође, Закон дефинише да пружаоци инвестиционих услуга могу бити инвестициона друштва (брокерско-дилерска друштва или овлашћене банке), која су за то добила дозволу Комисије за хартије од вредности, док додатне услуге може обављати и кредитна институција на основу дозволе Народне банке Србије за обављање кредитно-депозитних послова, без добијања посебне дозволе Комисије за хартије од вредности.¹⁰

⁷ *Annex 1, Sections A&B.*

⁸ Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009, стр. 176–179.

⁹ Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-103/2-12 од 22. марта 2012. године; Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-435/2-14 од 2. септембра 2014. године; Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-51/4-17, 20. фебруара 2017. године; и Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-399/3-17 од 13. децембра 2017. године. Више о томе у Марија Вићић, „Проблеми учешћа запослених у програмима улагања које нуде иностране компаније”, *Право и привреда* 4–6/2019, стр. 380–395.

¹⁰ Небојша Јовановић, *Берзанско право*, *op. cit.*, стр. 139–140; Закон о тржишту капитала, чл. 147 и 148.

Међутим, важећи закон пропушта да регулише сва релевантна питања која се јављају када кредитне институције без посебне дозволе пружају друге услуге, а која су специфична за ову врсту услуга, те не постоје еквивалентна правила за саме кредитне институције која се могу аналогно применити. Мислимо, пре свега, на правила о сегрегацији имовине пружалаца инвестиционих и додатних услуга од имовине њихових клијената, као и правила о сегрегацији имовине за сваког од њихових клијената понаособ. Ова правила су експлицитно прописана за инвестициона друштва, а од нарочитог су значаја посебно у случају стечаја пружаоца инвестиционих и додатних услуга, односно извршења над њиховом имовином.¹¹ С обзиром на то да је у пракси веома често случај да се додатне услуге пружају од стране кредитних институција без посебне дозволе, регулисање поменутих пропуста је од великог практичног значаја.

Регулисана тржишта

Од регулисаних тржишта важећи закон познаје организовано тржиште (берзу, прим. аут.), и мултилатералну трговачку платформу, а познаје и ОТЦ тржиште.¹² У погледу регулисаних тржишта и њиховог уређења у важећем Закону о тржишту капитала, такође се поставља питање територијалне примене овог закона, односно да ли се он има применити и на инострана тржишта која испуњавају услове из српског закона да би се сматрала регулисаним, уколико се одређени производи којима се на њима тргује нуде српским резидентима. Следећи генерално рестриктивне ставове Комисије за хартије од вредности, када је у питању тумачење територијалне примене овог закона, сматрамо да би се без јасних смерница у пракси Закон имао применити и на те маргиналне случајеве.

Јавна понуда

Јавну понуду хартија од вредности важећи Закон о тржишту капитала дефинише по угледу на Директиву о проспекту као свако обавештење дато у било ком облику и путем било ког средства, а које даје довољно података о условима понуде и о хартијама од вредности из понуде, тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових хартија од вредности, а јавном понудом се сматра и понуда и продаја хартија од

¹¹ „Закон о тржишту капитала”, чл. 180 и 181.

¹² Небојша Јовановић, *Берзанско право*, оп. cit., стр. 112; Мирко Васиљевић, *Компанијско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2011, стр. 428–434; „Закон о тржишту капитала”; чл. 1, ст. 1, тач. 20, 21 и 22.

вредности преко финансијских посредника, односно покровитеља и агента.¹³ У пракси су се јавила два проблема са датом дефиницијом. Прво, дефиниција је постављена сувише широко, што иде у прилог рестриктивном тумачењу сваке појединачне ситуације која има било које елементе дате дефиниције да се подведе под појам јавне понуде.¹⁴ Такво рестриктивно тумачење доводи до тога да би се нуђење било којих хартија од вредности, које би се као такве сматрале обухваћене законском дефиницијом српским резидентима, сматрало јавном понудом за коју је потребно испунити услове одобравања и објављивања проспекта у складу са одредбама закона. Друго, јавна понуда односи се само на хартије од вредности (без напомене да су то преносиве хартије од вредности), али не и на друге финансијске инструменте који се по својој природи такође могу јавно нудити. Сматрамо да у случају нуђења других финансијских инструмената јавним путем ову дефиницију, и правила прописана за јавну понуду, такође можемо аналогно применити иако закон то експлицитно не чини.

Законити ималац финансијских инструмената

Важећи Закон не прави јасну разлику између власника финансијског инструмента (тзв. стварног власника – *beneficial owner*) и лица које за рачун власника држи тај финансијски инструмент (тзв. формалног власника – *legal owner*). Уместо тога он препознаје појам законитог имаоца финансијског инструмента као лица на чије име гласи рачун на ком се финансијски инструмент води, односно лица за чији се рачун финансијски инструмент води у Централном регистру за депо и клиринг хартија од вредности (у даљем тексту: ЦРХоВ).¹⁵ Овом дефиницијом Закон прави разлику у односу на имаоце финансијских инструмената који се воде на власничком рачуну и оних који се воде на збирном рачуну, будући да код потоњих финансијске инструменте на збирном рачуну воде инвестициона друштва (или кредитна институција у оквиру своје надлежности) за своје клијенте и само они имају евиденцију стварних власника финансијских инструмената. Међутим, овакво дефинисање појма законитог имаоца није до краја адекватно за конструкције

¹³ "Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC", *OJ L* 345, 31. 12. 2003; „Закон о тржишту капитала”, чл. 1, ст. 1, тач. 37. О одобрењу проспекта за јавну понуду хартија од вредности видети: Мирко Васиљевић, *op. cit.*, стр. 261; О правној природи јавне понуде видети: Небојша Јовановић, *op. cit.*, стр. 465.

¹⁴ Марија Вићић, „Проблеми учешћа запослених у програмима улагања које нуде иностране компаније”, *op. cit.*, стр. 380–395.

¹⁵ „Закон о тржишту капитала”, чл. 1, ст. 1, тач. 32.

низа кастодијана (депозитара) који држе финансијске инструменте у нивовима на чијем крају се налази стварни власник. Тумачењем би се могао постићи жељени резултат, међутим једноставније би било уколико би јасно разграничење на стварног и формалног власника постојало и у самом закону.

3) РЕШЕЊА САДРЖАНА У MiFID II

Као одговор на финансијску кризу 2008. године, *MiFID II* уводи у комунитарне правне оквире нови режим регулација финансијских инструмената и финансијског тржишта, што је фундаментално променило начин функционисања тржишта капитала у Европској унији.¹⁶ Циљ *MiFID-a II* јесте увођење заједничког детаљног регулаторног оквира тржишта капитала, с циљем промоције развоја тржишне конкуренције и боље заштите инвеститора. У наставку овог рада биће представљена нека од решења која су прихваћена и у новом Закону о тржишту капитала.

Регулисана тржишта

MiFID II настоји да регулише све платформе за трговање финансијским инструментима на јединствен начин. Поред већ присутних – регулисано тржиште и мултилатерална трговачка платформа (у даљем тексту: МТП), *MiFID II* уводи и организовану трговачку платформу (у даљем тексту: ОТП), а додатно појашњава појам ОЦ тржишта нагласивши да је реч о ванберзанском тржишту, а поставља и строже капиталне захтеве за организовање поменутих тржишта, као и појачану супервизију над њиховим пословањем. Посебан (олакшан) режим регулисаних тржишта важи за рад са малим и средњим предузећима. *MiFID II* поставља захтеве да се свим деривативним уговорима који су погодни за клиринг тргује на некој врсти регулисаног тржишта, те даје опширну дефиницију аутоматског (алгоритамског) трговања.¹⁷

Правила о транспарентности

Значајна новина је и увођење нових правила о транспарентности трговања, и то како пре тако и после обављеног трговања. Постојећа правила

¹⁶ PriceWaterhouse Coopers, "MiFID II – Driving change in the European securities market", p. 3. Интернет: www.pwc.com/mifid, 11.1.2022; Lucasz Prorkowski, "MiFID II compliance – are we ready?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2015, vol. 23, no. 2, pp. 196–206. Интернет: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRC-02-2014-0009/full/html>, 1.2.2022.

¹⁷ PriceWaterhouse Coopers, op. cit., p. 4.

MiFID II проширује и на МТП-ове и ОТП-ове. *MiFID II* такође уводи и обавезу објављивања података о трговању непосредно после обављеног трговања по реалном времену, а забрањује задоцнело објављивање ових података. Правила о транспарентности се односе на све власничке финансијске инструменте, укључујући и депозитне потврде и сертификате, али и на не-власничке инструменте и деривате који су погодни за клиринг на неком од организованих тржишта или на ОТЦ тржишту. Обавеза објављивања података о трговању односи се и на инвестициона друштва ангажована у ОТЦ трговању. Уједно *MiFID II* уводи строжа правила о извештавању о токовима трансакција на финансијским тржиштима, ширећи правила о извештавању на трансакције са финансијским инструментима којима се тргује на МТП-у или ОТП-у, као и на било које инструменте чија вредност утиче на вредности финансијских инструмената којима се тргује на овим тржиштима, али и уводећи обавезу извештавања о трансакцији директно регулисаним тржиштима када на њима тргују лица која нису инвестициона друштва нити кредитне институције.¹⁸ У склопу потоње обавезе, *MiFID II* уводи и обавезу чувања налога од стране регулисаних тржишта пет година од трансакције. Такође, уводи се и обавеза сакупљања података о лицима у трансакционом ланцу, укључујући и о лицу које доноси инвестициону одлуку. Уводи се и образац за извештавања о трансакцији на нивоу свих земаља чланица. Обавеза извештавања је искључена за послове са дериватима на ОТЦ тржишту за које је обавеза извештавања прописана ЕМИР Регулативом.¹⁹

Послови са дериватима

MiFID II се бави посебно и унапређењем послова са дериватима, са идејом да се сви послови са дериватима који су иоле стандардизовани и погодни за клиринг ставе под надзор инвестиционог друштва и да се њима тргује на неком од доступних организованих тржишта.²⁰ *MiFID II* се бави и уједначавањем правног оквира за све врсте робних деривата, будући да су врсте робних деривата у сталној експанзији. Такође, *MiFID II* тежи и

¹⁸ PriceWaterhouse Coopers, op. cit., pp. 5–6; Dany Busch, “MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets”, *Law and Financial Markets Review*, 2017, vol. 11, nos. 2–3, pp. 126–129. Интернет: <https://doi.org/10.1080/17521440.2017.1412060>, 12. 1. 2022.

¹⁹ “Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories” *OJ L* 201/1, 27.7.2012; Dany Busch, op. cit., pp. 130–135, Marius Cristian Milos, “Impact of MiFID II on the Market Volatility – Analysis on Some Developed and Emerging European Stock Markets”, *Laws*, 2021, pp. 1, etc. Интернет: <https://doi.org/10.3390/laws10030055>, 13. 1. 2022.

²⁰ Дејан Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, Београдска банкарска академија, Београд, 2003, стр. 384–420.

уједначавању правила националних система о мешању регулатора у послове са дериватима који се обављају на конкретној територији.²¹

Заштита инвеститора и супервизија

У домену заштите инвеститора, *MiFID II* даље учвршћује минималне захтеве за инвестициона друштва усмерена на заштиту инвеститора у домену процеса ауторизације, информација о клијентима, теста подобности и обавезе инвестиционог друштва да делује у најбољем интересу клијента. У циљу заштите инвеститора, *MiFID II* прецизира појам инвестиционог савета, али и уводи концепт грађанске одговорности инвестиционог друштва према клијентима у случају повреде правила прописаних у *MiFID II*, као и строжа правила о сегрегацији имовине клијената у односу на имовину инвестиционог друштва. Уводи се, такође, и режим снимања телефонске и електронске комуникације у вези са извршењем налога и пружањем других услуга инвестиционог друштва, уз обавезу чувања снимака најмање три године. *MiFID II* оставља простор државама чланицама да поставе додатне захтеве за своја инвестициона друштва у оправданим ситуацијама. Такође, оставља и органима држава чланица да спроведу директну супервизију над пословањем инвестиционих друштава уз могућност изрицања различитих мера.²²

4) ИМПЛЕМЕНТАЦИЈА MiFID-A II У ЗАКОН О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

У оквиру процеса приступања Републике Србије Европској унији, у склопу преговарачког поглавља 9 „Финансијске услуге“ и поглавља 6 „Право привредних друштава“, преузета је, између осталог, обавеза потпуног усклађивања важећег Закона о тржишту капитала са *MiFID I* и усклађивања са *MiFID II*. У циљу реализације ових обавеза, Република Србија је донела и Стратегију за развој тржишта капитала са акционим планом за период од 2021. до 2026. године, како би се утврдила политика уређења тржишта капитала и пружања инвестиционих услуга у наредном периоду.²³

²¹ Dany Busch, op. cit., pp. 136–137.

²² PriceWaterhouse Coopers, op. cit., p. 7; Iain Sheridan, “MiFID II in the context of Financial Technology and Regulatory Technology”, *Capital Markets Law Journal*, 2017, vol. 12, no.4, pp. 417–427. Интернет: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmx036>, 17. 1. 2022.

²³ Образложење уз предлог Закона о тржишту капитала, стр. 256.

Стратегија за развој тржишта капитала

Донета стратегија би требало да доведе до унапређења понуде финансијских инструмената на српском тржишту и до повећања домаћих и страних инвестиција у српско тржиште капитала, као и да осигура да се тржиште капитала у Републици Србији развија на утемељен, транспарентан и свеобухватан начин, обезбеђујући већу привлачност српског тржишта капитала страним инвеститорима и уз подстицање инвестирања у домаће финансијске инструменте, будући да српско тржиште капитала до сада не успева да постигне своју основну функцију а то је алокација финансијских ресурса, те осигурање економског раста и обезбеђење финансијске стабилности државе. Након спровођења акција из акционог плана требало би да постигнемо основне циљеве стратегије, а то су: унапређен институционални оквир и законска регулатива тржишта капитала, затим измењена структура и проширен спектар услуга на домаћем тржишту капитала и на крају већи капацитети и ниво знања о тржишту капитала код свих његових учесника.²⁴

Нова решења у Закону о тржишту капитала

Нови Закон о тржишту капитала у односу на тренутно важећи, *inter alia*, уређује дематеријализоване хартије од вредности; услове и облике организованог трговања финансијским инструментима; пружаоце услуга у вези са доставом података који су уведени с циљем максимизирања транспарентности и смањења фрагментације података; унапређену заштиту инвеститора и побољшање квалитета информација које добијају клијенти у вези са инвестиционим услугама које им се пружају; строже регулаторне захтеве, нарочито у вези са новим трговинским платформама и високофреквентним и алгоритамским трговањем, посебно узевши у обзир развој технологије и тржишне инфраструктуре; обавезе учесника на тржишту капитала у делу који се односи на злоупотребе на тржишту; обавезе извештавања и надзорна овлашћења Комисије за хартије од вредности у циљу јачања транспарентности, уз прописивање строжих мера и санкција које могу бити предузете против правних и физичких лица који су учесници на тржишту капитала.²⁵ По узору на *MiFID II*, нови Закон о тржишту капитала уводи неке нове институте. Наводимо неке које сматрамо најважнијим

²⁴ Стратегија за развој тржишта капитала од 2021. до 2026. године и Акциони план за период 2021–2023. године за спровођење Стратегије за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године”. Интернет: <https://mfin.gov.rs/dokumenti2/strategija-za-razvoj-trita-kapitala-za-period-2021-do-2026-godine>

²⁵ Образложење уз предлог Закона о тржишту капитала, *op. cit.*, стр. 258.

новинама. Нови закон уводи појам „организоване трговачке платформе”, односно ОТП који дефинише као вишестрани систем који није регулисано тржиште или МТП, у оквиру ког се повезују понуде за куповину и понуде за продају обвезница, структурираних финансијских производа, емисионих јединица или изведених финансијских инструмената више заинтересованих трећих лица, на начин који доводи до закључења уговора у складу са Законом.²⁶ Затим, уводи појам „систематског интернализатора” кога дефинише као инвестиционо друштво које, без управљања вишестраним системом, на организован начин, учестало и систематично и у значајном обиму тргује за сопствени рачун, извршавајући налоге клијената ван регулисаног тржишта, МТП-а или ОТП-а, док „вишестрани систем” дефинише као сваки систем или платформу у оквиру које је омогућено повезивање понуда за куповину и понуда за продају финансијских инструмената више заинтересованих трећих страна.²⁷ Закон уводи и нову форму трговања коју назива „алгоритамско трговање”, што је према слову новог закона трговање финансијским инструментима у којем компјутерски алгоритам аутоматски одређује појединачне параметре налога, као што су одлука да ли да се покрене поступак извршења налога, време извршења налога, цена или количина налога или начин управљања налогом по пријему, са ограниченом или без људске интервенције. Алгоритамско трговање не укључује системе који се користе искључиво за усмеравање налога на једно или више места трговања, или за обраду налога без одређивања параметара трговања, или за потврду налога или обраду извршених трансакција након трговања.²⁸ Алгоритамско трговање може се спроводити „техником високофреквентног алгоритамског трговања”, што је једна од техника алгоритамског трговања коју карактерише: (1) инфраструктура намењена томе да се на најмању могућу меру сведу мрежна и друга кашњења, укључујући барем једну од следећих алгоритамских могућности уноса налога: колокацију, чување датотека на серверу у непосредној близини или брз директан електронски приступ; (2) системско покретање поступка давања, усмеравање и извршавање налога без људске интервенције за појединачне трансакције или налоге; и (3) висок број порука на дневном нивоу који представљају налоге, понуде или отказивања.²⁹ Такође, закон уводи и појам „централне друге уговорне стране”, што је централни тржишни учесник – правно лице које посредује између уговорних страна у уговорима којима се тргује на једном или више финансијских тржишта, тако да постаје купац сваком продавцу и

²⁶ „Закон о тржишту капитала”, чл. 2, ст. 1, тач. 27.

²⁷ Ibid., чл. 2, ст. 1, тач. 24; чл. 2, ст. 1, тач. 23.

²⁸ Ibid., чл. 2, ст. 1, тач. 49.

²⁹ Ibid., чл. 2, ст. 1, тач. 50.

продавац сваком купцу.³⁰ За разлику од тренутно важећег Закона о тржишту капитала, нови закон дефинише „законитог имаоца финансијског инструмента” као лице на чије име гласи рачун хартија од вредности у ЦРХОВ-у, односно, у случају обављања послова чувања и управљања финансијским инструментима (тзв. кастоди услуга, прим. аут.), лице за чији рачун се финансијски инструмент води на рачуну хартија од вредности у ЦРХОВ-у, или лице чији се финансијски инструмент води на номинираном рачуну у ЦРХОВ-у. Оваквим дефинисањем прецизније је разликовање стварног и формалног власника финансијских инструмената што је од значаја у случају низа кастодијана који их воде.³¹ Нови закон такође јасно наглашава да се примењује на дематеријализоване финансијске инструменте и регулише њихов пренос.³² Такође, нови закон је посебну пажњу посветио спровођењу нетирања у систему за салдирање где се први пут регулише тренутак неопозивости налога за пренос финансијског инструмента и тренутак наступања неспособности измиривања обавеза, као и права примаоца средства обезбеђења у случају наступања неспособности измиривања обавеза.³³ Овим одредбама се по први пут законски регулише питање наступања неспособности измиривања обавеза, које се често јавља као уговорна одредба енглеских модела уговора о чувању и администрирању финансијским инструментима, чија је извршивост до сада била упитна баш због примена општих правних начела у недостатку специфичних законских решења, а која општа начела нису до краја адекватна да буду примењена на концепт неспособности измирења обавеза у овим уговорима. Нови Закон о тржишту капитала регулише и успостављање заложног права на финансијским инструментима, што није био случај са сада важећим законом где се у случају залогe примењују Правила пословања ЦРХОВ-а. Закон сада регулише целокупну материју извршења и намирења на успостављеном заложном праву на финансијском инструменту и, што је веома важно, решава присутан проблем из праксе да се заложеним финансијским инструментом не може располагати будући да ће забрана располагања постојати само ако је то уговорено.³⁴ Закон детаљно регулише извештавање издавалаца о хартијама од вредности укљученим у трговање на регулисаном тржишту у Републици Србији. У њему су разрађене одредбе које се односе на редовно и повремено извештавање, као и начин објављивања потребних података у вези са хартијама од вредности којима се тргује. Међутим, чини се да се ове

³⁰ Ibid., чл. 2, ст. 1, тач. 67.

³¹ Ibid., чл. 5, ст. 1.

³² Ibid., чл. 7 и 9.

³³ Ibid., глава XIII.

³⁴ Ibid., глава III.

одредбе новог Закона односе само на хартије од вредности, али не и на све остале финансијске инструменте. Иако се њима у овом тренутку не тргује на регулисаним тржиштима у Србији, то се може променити у будућности.³⁵ Закон уводи и решење о достави података и пружаоцу услуге доставе података, што важећи Закон о тржишту капитала не познаје.³⁶ Такође, њиме се уводи нова делатност посредника на тржишту. Коначно, Закон детаљно регулише транспарентности трговања и прописује посебна правила за мале инвеститоре по узору на *MiFID II*.³⁷ Пратећи важећи Закон, нови Закон о тржишту капитала регулише и пословање инвестиционих друштава, регулисаних тржишта (уз увођење новог тржишта – ОТП-а), пословање и статусни положај ЦРХОВ-а и Комисије за хартије од вредности.³⁸

5) ИЗВОРИ

Busch, Dany, “MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets”, *Law and Financial Markets Review*, 2017, vol. 11, nos. 1–3. Интернет: <https://doi.org/10.1080/17521440.2017.1412060>, 12. 1. 2022.

Cristian, Milos Marius, “Impact of MiFID II on the Market Volatility – Analysis on Some Developed and Emerging European Stock Markets”, *Laws*, 2021. Интернет: <https://doi.org/10.3390/laws10030055>, 13. 1. 2022.

“Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC”, *OJ L* 345, 31. 12. 2003.

“Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC”, *OJ L* 145, 30. 4. 2004.

“Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU”, *OJ L* 173/349, 12. 6. 2014.

“Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories”, *OJ L* 201/1, 27. 7. 2012.

³⁵ Ibid., глава V.

³⁶ Ibid., глава VII.

³⁷ Ibid., глава IX, X и XI.

³⁸ Ibid., глава VI, VIII, XIV–XVI.

- PriceWaterhouse Coopers, "MiFID II – Driving change in the European securities market", доступно на адреси: www.pwc.com/mifid, 11. 1. 2022.
- Prorkowski, Lucasz, "MiFID II compliance – are we ready?", *Journal of Financial Regulation and Compliance* 2015, vol. 23, no. 2. Интернет: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRC-02-2014-0009/full/html>, 1. 2. 2022.
- Sheridan, Iain, "MiFID II in the context of Financial Technology and Regulatory Technology", *Capital Markets Law Journal*, 2017, vol. 12, no. 4. Интернет: <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmx036>, 17. 1. 2022.
- Васиљевић, Мирко, *Компанијско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2011.
- Вићић, Марија, „Проблеми учешћа запослених у програмима улагања које нуде иностране компаније”, *Право и привреда*, 2019, бр. 4–6.
- Ерић, Дејан, *Финансијска тржишта и инструменти*, Београдска банкарска академија, Београд, 2003.
- Јовановић, Небојша, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009.
- Стратегија за развој тржишта капитала од 2021. до 2026. године и Акциони план за период 2021–2023. године за спровођење Стратегије за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године”. Интернет: <https://mfina.gov.rs/dokumenti2/strategija-za-razvoj-trita-kapitala-za-period-2021-do-2026-godine>.
- „Закон о тржишту капитала”, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.
- „Закон о тржишту капитала”, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 и 153/2020.

6) ЗНАЧАЈ ЗА РЕПУБЛИКУ СРБИЈУ

У недостатку детаљних подзаконских аката, тешко је са прецизношћу рећи да ли се са хармонизацијом новог Закона о тржишту капитала са *MiFID II* успело. Можемо рећи да делује да је велика већина адекватних одредаба имплементирана на језички адекватан начин. Хармонизација је изостала у погледу оних одредби *MiFID II* које се односе на европске регулаторне органе (нпр. *ESMA*), на државе чланице Европске уније, на тржишта на вишем степену развоја од српског или у погледу института који у српском праву још увек нису адекватно регулисани посебним законима, а примена неких одредби је одложена до ступања Републике Србије у Европску унију.³⁹ Дакле, на основу самог текста Закона, чија примена у тренутку писања овог рада

³⁹ Образложење уз предлог Закона о тржишту капитала, *op. cit.*, стр. 292–1245.

није тестирана, може се рећи да се са хармонизацијом формално гледано успело у великој мери. Оно што, међутим, недостаје јесу подзаконски акти који разрађују дате законске одредбе, као и тестирање нових решења у пракси и формирање ставова надлежних органа у погледу посебно нових института и домашаја њихове примене, што сматрамо да је од суштинског значаја да би се тврдило да се са процесом хармонизације успело, будући да и ставови надлежних органа морају бити у корак са ставовима европских надлежних тела, како би се осигурало хомогено тумачење прописа и избегло увођење нејасноћа и правне несигурности уколико у тумачењима буду постојала велика одступања. Свакако да је доношење новог Закона и спроведена хармонизација за похвалу, а на надлежним органима и пракси је сада да осигурају његову адекватну примену, чиме ће се српско тржиште капитала и суштински, а не само формално-правно, приближити развијенијим тржиштима Европске уније.

NEW CAPITAL MARKET LAW AND HARMONIZATION WITH MiFID II

Summary: In this paper, the author deals with the results of the harmonization of the new Capital Market Law of the Republic of Serbia with the relevant European Union Directive (MiFID II). The analysis shows that the harmonization of domestic legislation with EU law in the subject matter is a big step forward in the further development of the Serbian capital market, which is vital for the progress of the Serbian economy as a whole. The paper is divided into three parts. In the first part, the current state of capital market regulation is considered and some key problems that have arisen from practice are pointed out. The second part presents the basic concepts and institutes of MiFID II, as well as its basic values. In the final and most important part of the paper, the institutes implemented in the new law on the capital market in the Republic of Serbia are discussed, their basic characteristics are presented, as well as the assessment of the achieved improvements in relation to previous legislative solutions.

Keywords: Capital Market Law, Republic of Serbia, European Union, MiFID II, harmonization.