

др Јасмина ЛАБУДОВИЋ СТАНКОВИЋ  
доцент Правног факултета Универзитета у Крагујевцу

## НЕКЕ ДИЛЕМЕ У ВЕЗИ СА НОВИМ ЗАКОНОМ О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

### Резиме

У овом раду аутор је настојао да укаже на неке новине у Закону о тржишту капитала Србије, а које, извесно, код стручне и академске јавности изазивају одређене дилеме. У фокусу аутора су шкотинске илајформе и укидање правила концентрације. Осим тога, иажњу су изазвале још неке новине, али и Комисија за хартије од вредности, као надзорни орган, у погледу чије самосталности ништа није урађено у односу на Закон о тржишту капитала и других финансијских инструмената. Аутор уредно приказује и нека решења из директиве Европске уније (у даљем тексту: ЕУ) које су биле узор домаћем законодавцу у изради Закона о тржишту капитала. Први део рада представља краћак осврт на директиве ЕУ, а другим су представљене неке новине у Закону о тржишту капитала уз критички осврт.

**Кључне речи:** тржиште капитала, регулисано тржиште, мултилатерална шкотинска илајформа.

## I Кратак осврт на директиве ЕУ које се односе на регулисање финансијских тржишта

### 1. Директива о тржиштима финансијских инструмената

Једна од најважнијих директива за стварање интегрисаног и јединственог тржишта хартија од вредности ЕУ, која је проистекла из Акционог плана за финансијске услуге (енгл. *Financial Services Action Plan – FSAP*) је Директива о тржиштима финансијских инструмената (*MiFID*).<sup>1</sup> *MiFID* је имао за циљ убрзано стварање јединственог прекограничног тржишта хартија од вредности, које ће бити много конкурентније, ефикасније и које ће обезбедити бољу заштиту инвеститора.<sup>2</sup> Осим тога, задаци *MiFID*-а су: повећање конкурентности секундарног тржишта капитала и конкуренције међу трговинским платформама, снижавање трошкова трговања и повећање ликвидности тржишта. *MiFID* омогућује компанијама које су регистроване у једној држави чланици да обављају своју делатност у свим државама чланицама, а уз поштовање принципа контроле од стране државе у којој имају седиште. Систем јединствене дозволе за рад значи да компанија која је добила дозволу за рад у земљи у којој је основана може да обавља инвестиционе услуге (активности) у било којој другој држави чланици без потребе да захтева посебну дозволу државе на чијој територији послује.<sup>3</sup> Иако је донета 2004. године, почела је да се примењује тек од новембра 2007. године због великог отпора. Да би могла да се примењује, донета су још два прописа (директива и правило) 2006. године.<sup>4</sup>

1 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/EC, *Official Journal of the European Union* L 145/1. Ова директива је заменила Директиву о инвестиционим услугама. У даљем тексту, уместо Директиве о тржиштима финансијских инструмената, биће коришћена опште позната скраћеница *MiFID*. О детаљима имплементације ове директиве у немачко право видети: Petter Braumüller, Daniel Ennöckl, Michael Gruber, Nicolas Raschauer, *Von der MiFID zum WAG 2007*, LexisNexis, Wien, 2008.

2 Jakob De Haan, Sander Oosterloo, Dirk Schoenmaker, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press, 2009, стр. 52.

3 У преамбули *MiFID*-а стоји да се издавање дозволе за рад брокеру може ускратити, односно повући уколико је разлог за добијање дозволе избегавање строжих правила друге државе чланице.

4 Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, *Official Journal of the European Union* L 241/26 и Commission Regulation No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the Euro-

*MiFID* је донео бројне новине. Једна од њих се односи на укидање принципа концентрације, тј. монопола берзи. Предвиђене су три врсте трговинских платформи (регулисано тржиште, тј. берзе, мултилатерална трговинска платформа и систематски интернализатори). Новине се односе и на: систем заштите инвеститора, принцип оптималног, тј. најповољнијег извршења налога, обавезу објављивања понуде за куповину и продају, као и објављивање података о извршеним трансакцијама.

Мултилатерална трговинска платформа (енгл. *multilateral trading facility*) и систематски интернализатори представљају алтернативне трговинске платформе у односу на традиционалну берзу, чиме је отворен пут за међусобну конкуренцију. Појам мултилатералне трговинске платформе (у даљем тексту: МТП) дат је у члану 4, тачка 15 Директиве. МТП представља мултилатерални систем којим управља инвестиционо друштво или организатор тржишта. МТП омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора. С обзиром да су МТП технички врло напредни системи трговања, омогућају врло брзо извршавање налога клијената и обезбеђују већу конкурентност.

Системски интернализатор је инвестиционо друштво које на организован и фреквантан, тј. систематизован и учестао начин обавља послове за свој рачун, извршавајући налоге својих клијената ван берзе или МТП. Произлази да је систематски интернализатор билатерални систем трговања који спаја понуду и тражњу само у оквиру инвестиционог друштва. Инвестиционе банке и брокери могу тражити да се обезбеди транспарентност (посебно у погледу упаривања налога), гарантовање најбољег извршења налога и заштита од сукоба интереса. Разлог овога је заштита, пре свега, малих клијената.

*MiFID* се примењује на инвестициона друштва,<sup>5</sup> регулисана тржишта, као и кредитне институције када пружају инвестиционе услуге и/или се баве инвестиционим активностима (члан 1 *MiFID*-а).

pean Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive, *Official Journal of the European Union* L 241/1.

- 5 Инвестициона друштва су правна лица чија се делатност односи на пружање инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности. Чак, према слову Директиве, државама чланицама је омогућено да у претходно поменуто дефиницију инвестиционог друштва, укључе и она инвестициона друштва које нису правна лица, али под условом да њихов статус обезбеђује исту заштиту трећим лицима, као и када је реч о инвестиционим друштвима са статусом правних лица и да су субјекти исте пруденционе супервизије као да је реч о правним лицима. Анексом I *MiFID*-а дефинисано је

*MiFID* разликује две категорије клијената: професионалне клијенте, тј. потрошаче (енгл. *profesional client*) и мале клијенте (енгл. *retail client*). Професионални су они клијенти који имају потребна знања о инвестирању у финансијске инструменте, доносе сами одлуке о инвестирању и свесни су ризика које носе њихове инвестиције.<sup>6</sup> Мали клијенти су они потрошачи који немају таква знања и којима је потребна већа заштита. Дакле, они су негативно дефинисани. Речено је шта они нису, а не шта јесу, што упућује на закључак да мали потрошачи нису у фокусу Директиве, већ професионални.

Будући да је један од циљева Директиве боља заштита инвеститора, члан 19 каже да инвестициона друштва морају да раде поштено, коректно, професионално и у најбољем интересу својих клијената. То, између осталог, значи да се клијентима или потенцијалним клијентима морају пружити информације о инвестиционим друштвима, финансијским инструментима и предложеним инвестиционим стратегијама, уз упозорење о ризицима који прате инвестирање у изабране финансијске инструменте, месту извршења и трошковима.

У циљу остваривања транспарентности и очувања интегритета тржишта, чланом 25 Директиве предвиђено је да се о обављеним трансакцијама објаве детаљи таквих трансакција у што краћем року, а најкасније до краја наредног радног дана. То значи да ће инвестиционо друштво морати да објави цене по којима су обављене све трансакције, време и датум трансакције, број купљених и продатих хартија од вредности. Ова обавеза се односи независно од тога да ли је трансакција извршена на регулисаном тржишту или не. Инвестициона друштва су дужна да податке о извршеним трансакцијама чувају за задњих пет го-

---

шта се подразумева под инвестиционим услугама и инвестиционим активностима. То су: пријем и пренос налога који се односе на један или више финансијских инструмената, извршавање налога у име клијената, трговање у своје име и за свој рачун (дилерски послови), управљање портфолиом, инвестиционо саветовање, преузимање и/или пласман финансијских инструмената на основу уговорене обавезе, пласман финансијских инструмената и послови мултилатералних трговинских платформи.

- 6 То су: инвестициона друштва и друге овлашћене финансијске институције, компаније за осигурање, друштва за колективно инвестирање и друштва која њима управљају, пензијски фондови и друштва која управљају пензијским фондовима и други институционални инвеститори, велике компаније које испуњавају два од три показатеља – да је у завршном рачуну исказан пословни резултат од 20.000.000 евра, да је вредност нето промета 40.000.000 евра и да поседују сопствена средства у износу од 2.000.000 евра. Затим, улогу професионалних клијената могу имати и националне и регионалне владе, државни органи који управљају јавним дугом, централне банке, међународне институције као што су Светска банка, Међународни монетарни фонд, Европска централна банка, Европска инвестициона банка и друге.

дина. Осим тога, постоји обавеза објављивања података о предложеним ценама како на страни тражње, тако и на страни понуде, као и о заинтересованости (тражњи) за обављање трансакција по таквим ценама.

У истраживању Комитета европских регулатора тржишта капитала (енгл. *Committee of European Securities Regulators*) из 2009. године наведено је да *MiFID* није задовољио очекивања.<sup>7</sup> Наиме, није дошло до очекиваног смањења трошкова трговања, већина трансакција се и даље одвија на берзи,<sup>8</sup> настала је већа подељеност (фрагментираност) тржишта, уочене су неједнакости у примени правила о објављивању података и сл. Недостаци у примени *MiFID*-а били су повод да Европска комисија предложи њене измене. На томе се радило од 2010. године, али је и прва половина 2011. била у том знаку. Намера је била да се измене усвоје до краја 2011. године и да се почне с применом од јануара 2013. Ова тзв. ревизија *MiFID*-а позната је као *MiFID II*. Главне измене односе се на трговинске платформе. У том смислу се проширује дефиниција, уносе се нове обавезе, уводи се нов појам – организована трговинска платформа (енгл. *organised trading facilities* – *OTF*). Такође, новине се односе и на објављивање налога о куповини и продаји и података о извршеним трансакцијама, бољу заштиту инвеститора и сл.

## 2. Директива о проспекту

Директива о проспекту<sup>9</sup> је донета у новембру 2003. године, а почела је да се примењује од јула 2005. године. Она мења и допуњује Директиву о консолидованом одобрењу и извештавању<sup>10</sup> и мења чланове 28 и 29 Директиве о јавној понуди.<sup>11</sup> Директива о проспекту је откло-

7 Независно од тога, има и супротних ставова, тј. да су ефекти *MiFID*-а врло позитивни. Hans Degryse, „Competition between financial markets in Europe: what can be expected from MiFID?“, *Financial Market and Portfolio Management*, Vol 23, No 1, 2009, стр. 101.

8 Према процени Европске комисије, око 75% трансакција се и даље одвија на берзи, док према подацима Федерације европских берзи (*Federation of European Securities Exchanges*), тај проценат је 53%. Ивана Бајакић, „Ревизија *MiFID*-а: нова регулација *Dark-pool* сустава“, *Право у јосцодарсџву*, Vol. 49, бр. 2/2010, стр. 539.

9 Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003, *Official Journal of the European Union* L345/64, implemented by Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004, *Official Journal of the European Union* L 215/3.

10 Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, *Official Journal of the European Union* L 184/1.

11 Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, *Official Journal* L 124.

нила један од великих проблема у погледу дефинисања појма јавне понуде, јер се различито дефинисање и тумачење одражавало и на праксу у државама чланицама. Основни циљеви доношења Директиве истакнути су у њеној преамбули, а односе се на бољу заштиту инвеститора и већу ефикасност у складу с међународним стандардима. Такође, један од важних циљева јесте промоција тзв. „јединственог пасоша“, тј. јединствене дозволе за рад. Сврха Директиве, како је истакнуто у члану 1, јесте да обезбеди хармонизацију у погледу састављања, одобрења и дистрибуције проспекта када се хартије од вредности јавно нуде или одобравају за трговање на регулисаном тржишту земаља чланица, и тако олакша понуду и трговину хартијама од вредности.

Директива о проспекту је послужила као модел домаћем законодавцу када је реч о одредбама које се односе на регулисање проспекта, тј. издавање проспекта, изузетке од обавезе састављања проспекта, садржину проспекта и сл. Проспект се обавезно саставља када су хартије од вредности предмет јавне понуде или када се хартије одобравају за трговање на регулисаном тржишту земаља чланица. Издавање проспекта је обавезно пре јавне понуде. Међутим, од овог општег правила постоје изузеци.

### 3. Директива о транспарентности

Иако је усвојена 2004. године, Директива о транспарентности<sup>12</sup> се примењује од јануара 2007. Директива регулише велики део онога што је било предвиђено Директивом о редовном финансијском извештавању листираних компанија из 1982. године.<sup>13</sup> У циљу стварања јединственог и ефикасног тржишта, Директива о транспарентности „захтева“ од свих емитената, чије хартије од вредности већ имају одобрење за трговину на организованом тржишту државе чланице, да објављују одређене информације. Правовремено „откривање“ и објављивање тачних информација о хартијама од вредности доприноси поверењу инвеститора, обезбеђује бољу заштиту инвеститора и већу тржишну ефикасност.<sup>14</sup>

12 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization 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, *Official Journal of the European Union* L 390/38.

13 Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official-stock exchange listing, *Official Journal* L 048.

14 Thomas Möllers, „Efficiency as a Standard in Capital Market Law – The Application of Empirical and Economic Arguments for the Justification of Civil Law, Criminal Law and Administrative Law Sanctions“, *European Business Law Review*, Vol 20, Issue 2, 2009, стр. 249.

Директива прописује обавезно састављање годишњих и полу-годишњих финансијских извештаја. Годишњи извештај садржи финансијски извештај ревизора, извештај менаџмента и извештај одговорног лица. Полугодишњи извештај се састоји од скраћених финансијских извештаја, прелазног извештаја менаџмента и извештаја одговорног лица. Занимљиво је да је Директивом предвиђено да ће Комисија поднети извештај Европском парламенту и Савету Европе 20. јануара 2010. године о транспарентности кварталног извештаја и извештаја менаџмента, као и о томе да ли су информације садржане у њима довољне да се процени финансијско стање емитента (члан 6, тачка 3 Директиве). Наглашено је да постоје проблеми у смислу недовољног „откривања“ информација о праву гласа, што је резултат повећаног коришћења софистицираних финансијских инструмената. Будући да ниво хармонизације није онакав како је очекивано, Комисија је изразила потребу за изменама Директиве.

#### 4. Директива о злоупотребама на тржишту

Директива о злоупотребама на тржишту<sup>15</sup> дефинише инсајдерско деловање и тржишне манипулације.<sup>16</sup> Примењује се на финансијске инструменте којима се тргује на регулисаном тржишту. Под инсајдерском информацијом се подразумева прецизна информација која није доступна јавности, која се директно или индиректно односи на једног или више емитената финансијских инструмената или на један или више финансијских инструмената. Уколико би таква информација била доступна јавности могла би имати значајан утицај на цену тих финансијских инструмената или на цене деривативних финансијских инструмената. Злоупотребе, у погледу инсајдерског деловања и тржишне манипулације, негативно се рефлектују на тржишне учеснике јер нарушавају интегритет финансијског тржишта и угрожавају јавно поверење у трговину хартијама од вредности.<sup>17</sup> Директива предвиђа обавезу састављања листе инсајдера, тј. лица која раде за емитента а која имају приступ инсајдерским информацијама.

15 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), *Official Journal of European Union* L 96/16.

16 Како би се Директива о злоупотребама на тржишту могла примењивати, донете су још две директиве. Implementing Directive 2003/124/EC of the European Parliament and of the Council of 22 December 2003, *Official Journal of the European Union* L 339/70; Implementing Directive 2004/72/EC of 29 April 2004, *Official Journal of the European Union* L 162/70.

17 Volker Röben, „The regulation of financial services in the European Union“, у: Reiner Grote, Thilo Marauhn (eds.), *The Regulation of International Financial Markets – Perspectives for Reform*, Cambridge University Press, 2006, стр. 137.

Крајем октобра 2011. године Европска комисија је предложила измене Директиве о злоупотребама на тржишту (између осталог, проширена је дефиниција појма инсајдерских информација, смањен је број изузетака и проширена је дефиниција тржишних манипулација).

## II Нека дилеме у вези са решењима из Закона о тржишту капитала

У Србији је донет нов Закон о тржишту капитала,<sup>18</sup> који је почео да се примењује од новембра 2011. године. Разлог доношења новог закона лежи у потреби бржег развоја недовољно развијеног домаћег финансијског тржишта и потреби усклађивања домаћег законодавства са законодавством ЕУ. Развијено домаће финансијско тржиште омогућило би лакше кредитирање привреде и прилив страног капитала.

За разлику од претходног Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Закон о тржишту капитала јасно истиче следеће циљеве: заштита инвеститора, обезбеђење праведног ефикасног и транспарентног тржишта капитала и смањење системског ризика на тржишту капитала. Не може а да се не приметити да је последњи циљ, смањење системског ризика, настојање нашег законодавца да држи корак са трендом реформе регулативе финансијског тржишта у свету, јер се системском ризику није поклањало довољно пажње пре последње финансијске кризе. Међутим, свуда у свету, па и код нас, таква пракса се мења.<sup>19</sup>

Закон о тржишту капитала се базира на директивама ЕУ које регулишу финансијско тржиште. Пре свега, ослања се на Директиву о тржиштима финансијских инструмената, али и остале које су претходно поменуте. Закон садржи бројне новине. Уводи нове појмове, а неке већ познате дефинише на нов начин. Тако, нпр. већ у првом члану новог закона помињу се изрази регулисано тржиште и МТП.

Уместо досадашњег назива „организовано“ тржиште, користи се нов – „регулисано“ тржиште. Регулисано тржиште је мултилатерални систем који организује, односно којим управља организатор тржишта и који омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора у вези са финансијским инструментима укљученим у трговање по његовим пра-

18 Службени гласник РС, бр. 31/2011.

19 Бранко Васиљевић, Миона Делић, „Финансијска криза и регулација“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2010, стр. 238.



вилама у систему, има дозволу и редовно послује у складу са законом.<sup>20</sup> Који се све послови могу обављати на регулисаном тржишту, односно мултилатералној трговинској платформи детаљно је наведено у члану 97 Закона.

Занимљиво је да закон следи тренд који је одавно присутан у Европи, а који се односи на напуштање принципа концентрације, тј. монопола берзи. У наредним редовима аутор објашњава овај принцип и проблеме до којих је довело његово укидање у државама чланицама ЕУ.

Наиме, до усвајања *MiFID*-а постојао је тзв. принцип концентрације који подразумева да се налози клијената извршавају на берзи. Укидање овог принципа једна је од највећих новина коју је донела Директива. То значи да је укинут монопол берзама.<sup>21</sup> Принцип концентрације примењивале су Италија, Француска и Шпанија, док су Немачка и Велика Британија дозвољавале својим финансијским посредницима да слободно одлуче где ће извршити налоге.<sup>22</sup> Већина држава које су примењивале овај принцип су државе континенталног права, те су зато проблеме представљале разлике у финансијским и правним системима држава англосаксонског и континенталног права.<sup>23</sup> Осим тога, разлог укидања принципа концентрације је, у извесном смислу, и политички због настојања да се оствари што виши ниво интеграције тржишта. Како берзама није ишло у прилог да инвеститори склапају и извршавају послове велике вредности ван берзе, инсистирале су да се прецизније дефинишу обавезе објављивања понуде за куповину, односно продају.<sup>24</sup> Осим тога, берзе су приступиле спајањима и преузимањима, побољшале су своју понуду, смањиле су провизије и цене услуга да би биле конкурентније.

Основ проблема који настаје укидањем монопола берзама у вези са извршавањем налога клијената, лежи у томе што *MiFID* дозвољава, у одређеним случајевима и уз посебну дозволу, трговање великим блоковима акција без откривања цене трансакције до њеног извршења.<sup>25</sup> Оправдање за необјављивање огледа се у томе да се не утиче на тржиште (цене). Непостојање података о трговању увод је у још један проблем.

20 Чл. 2 (20) Закона о тржишту капитала.

21 И. Бајакић, *нав. чланак*, стр. 537.

22 Giulia Gobbo, „MiFID Systematic Internalization: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets,” *European Business Law Review*, Vol 20, Issue 1, 2009, стр. 63.

23 Занимљив је податак да је Немачка у току процеса интеграције и хармонизације прописа изменила око 80% својих прописа који се односе на тржиште капитала, док је „труд“ Велике Британије био много мањи. И. Бајакић, *нав. чланак*, стр. 538.

24 И. Бајакић, *нав. чланак*, стр. 538.

25 И. Бајакић, *нав. чланак*, стр. 541.

Он се односи на немогућност остваривања принципа најповољнијег извршења налога клијента, што отвара питање: Да ли се на овај начин угрожавају интереси инвеститора? Нужни услов за остваривање принципа најбољег извршења је расположивост информација. Необјављивање информација отвара простор за злоупотребе на тржишту, па је питање: Да ли је цена која се накнадно објављује заиста формирана уз поштовање тржишних закона?

Платформе на којима се не објављују налози за куповину и продају популарно се називају дарк пулови (енгл. *dark pool*). Њихова основна предност је смањење трансакционих трошкова, а недостатак је смањење ликвидности тржишта. Дарк пулови<sup>26</sup> су алтернативни трговински системи регистровани као брокери или дилери. Директива предвиђа да њима могу управљати брокери и дилери и МТП. У првом случају се не објављују налози о куповини и продаји, док у другом случају постоји правило објављивања али уз могуће изузетке. Федерација европских берзи сматра да је необјављивање налога о куповини и продаји врло штетно за тржиште капитала и његову стабилност. С обзиром на то што се учешће дарк пулова повећава на тржишту, то може створити системски ризик што никоме не би ишло у прилог. Зато је Федерација европских берзи захтевала спровођење истраге о пословима дарк пулова, прецизније дефинисање МТП и системских интернализатора и једнаке услове за све учеснике на тржишту јер су за сада берзе у неповољнијем положају у односу на остале (МТП у власништву берзи су под строжим надзором од МТП у власништву инвестиционих друштава).<sup>27</sup> У САД, такође, постоји тенденција строжег регулисања дарк пулова, премда институционалним инвеститорима одговара управо трговање без објављивања налога о куповини и продаји.

У литератури не постоје јединствени ставови о томе који је систем бољи – МТП, односно интернализација или принцип концентрације. Предности првих су: смањење трошкова, већа флексибилност у извршавању налога и већа конкуренција. С друге стране, предност принципа концентрације је лакше формирање цена и већа ликвидност.<sup>28</sup> Занимљиво је да интернализација обезбеђује тзв. ефекат „скидања кајмака“ (енгл. *cream skimming*). Практично, алтернативне трговинске платформе подразумевају веће разлике (распоне) између понуде и тражње, док принцип концентрације подразумева мање разлике, што је, сходно економским истраживањима, обележје ефикасног тржишта.<sup>29</sup> Не чуди што су многе државе чланице биле против увођења интернализације

26 Настали су у САД 1990. године.

27 И. Бајакић, *нав. чланак*, стр. 545.

28 G. Gobbo, *нав. чланак*, стр. 66.

29 G. Gobbo, *нав. чланак*, стр. 70.

јер се показало у пракси да она има врло негативан утицај на тржишне перформансе,<sup>30</sup> тј. на тржишне резултате. Када је реч о снижавању трошкова, што се истиче као једна од основних предности нових трговинских платформи, бројни експерти сматрају да до смањења трошкова можда и неће доћи. Наиме, почетно смањење трошкова бива компензовано трошковима насталим због велике подељености тржишта, као и додатним трошковима због повезивања трговинских платформи широм Европе.

За разлику од *MiFID*-а, наш Закон предвиђа две трговинске платформе (регулисано тржиште и МТП). Другу алтернативну трговинску платформу, систематску интернализацију, као билатерални систем трговања, наш закон није предвидео.<sup>31</sup> Дефиниција МТП је преузета из *MiFID*-а.<sup>32</sup>

Организатор МТП може бити брокерско-дилерско друштво или берза. На МТП се укључују финансијски инструменти који не испуњавају услове прописане актима организатора тржишта и Закона о тржишту капитала за укључење на регулисано тржиште, на основу одобреног проспекта за укључивање на МТП. Пажњу скреће члан 129 у делу који се односи на прописивање услова под којима организатор МТП може одложено да објави податке о трговању, као и критеријуме које је организатор МТП дужан да узме у обзир при одређивању трансакција које је могуће одложено објавити, а узимајући у обзир величину трансакција или врсту акција којима се тргује. Прописивање ових услова у надлежности је Комисије за хартије од вредности. Необјављивање информација од стране организатора МТП о врсти и величини налога клијената пре трговања предвиђено је у случају када се трговина финансијским инструментима на МТП одржава без сагласности емитента, премда се његовим финансијским инструментима тргује и на регулисаном тржишту. Ови изузеци од обавезе објављивања података могу регулисано тржиште ставити у неповољнији положај. Претпоставка је да је разлог за ово смањење трошкова, али код одлагања објављивања није јасан мотив законодавца.

Због неједнакости у погледу објављивања података, Европска комисија је предложила измену *MiFID*-а. Какве ће ефекте одредбе изазвати у пракси, остаје да се види. С обзиром на уочене проблеме и не-

30 По дефиницији, „тржишне перформансе показују карактеристике тржишта у погледу алокације ресурса уз најефикаснију употребу по најнижим трошковима, на начин који је дугорочно одржив и који обезбеђује адекватну заштиту инвеститорима“. G. Gobbo, *нав. чланак*, стр. 66.

31 Предвиђен је Законом о тржишту капитала Хрватске (*Народне новине*, бр. 74/2009), с тим што одредба о томе ступа на снагу даном пријема Хрватске у чланство ЕУ.

32 Чл. 2 (21) Закона о тржишту капитала.

достатке у пракси ЕУ у вези са поменутом директивом, за очекивати је да ће до сличних проблема доћи и на нашем тржишту. Оправдано је поставити питање: Шта се постиже преузимањем законодавства и пословне праксе ЕУ када је и регулатива о финансијском тржишту ЕУ показала недостатке и када је иницирана њена измена? Ово питање посебно добија на значају ако се узме у обзир чињеница да српско финансијско тржиште ни приближно није развијено као финансијско тржиште развијених држава ЕУ. Преузимање регулативе ЕУ води постављању високих стандарда на домаћем финансијском тржишту и учесницима на тржишту, без прецизног сагледавања реалних могућности за њихову примену. Прихватање међународне пословне праксе и регулативе у овој области морало би бити прилагођено условима који постоје на домаћем тржишту. У супротном, финансијско тржиште остаје неприпремљено на нове стандарде и начин пословања. Многе новине могу изродити неефикасност на тржишту Србије. Питање је: Да ли је циљ прокламовати само високе стандарде и имати прописе који подсећају на прописе ЕУ без реалне могућности за њихову примену или је циљ да се заиста омогући развој финансијског тржишта, повећање његове ликвидности и ефикасности?

Иако је Закон о тржишту капитала рађен по узору на европске директиве које уређују ову материју, ипак садржи и решења која су само њему својствена. Према слову Закона, јавно друштво је издавалац који испуњава бар један од два услова наведена у члану 2(43) Закона о тржишту капитала. Први услов је да је јавно друштво успешно извршило јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија, а други да су његове хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП. Питање укључивања акција јавних друштава на берзу, постаје нарочито важно због укидања поделе на затворена и отворена акционарска друштва, што је у духу европских прописа.<sup>33</sup> Међутим, чини се да поменути члан 2(43) Закона о тржишту капитала није најбоље усклађен са чланом 123 истог Закона.<sup>34</sup> У члану 123 Закона о тржишту капитала предвиђени су услови који кумулативно морају бити испуњени да би се са регулисаног тржишта, односно мултилатералне трговинске платформе повукле акције. Један од критеријума се односи на минимални број акционара које јавно друштво има, тј. до повлачења ће доћи уколико, уз испуњење и осталих услова из поменутог члана, има мање од 10.000 акционара.<sup>35</sup>

33 Мирко Васиљевић, *Компанијско право – право привредних друштава Србије и ЕУ*, Правни факултет Универзитета у Београду – Центар за публикације, Београд, 2005, стр. 212.

34 Добросав Миловановић, „Нова решења предлога Закона о тржишту капитала“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2011, стр. 577.

35 Остала два услова за повлачење акција су: да је у периоду од шест месеци који претходи доношењу одлуке о повлачењу, укупно остварени обим промета акција,

Такав критеријум није у складу са упоредним законодавством.<sup>36</sup> Примена оваквог критеријума значи да друштва која имају више од 10.000 акционара неће моћи да се искључе са регулисаног тржишта.

Закон о тржишту капитала је у прописивању обавезе јавног друштва у погледу састављања извештаја отишао корак даље у односу на Директиву о транспарентности. Наиме, наш законодавац прописује обавезу састављања и објављивања годишњих (члан 50), полугодишњих (члан 52) и кварталних извештаја (члан 53), док Директива предвиђа само прва два. За разлику од нашег Закона, Директива о транспарентности је оставила слободу у погледу састављања кварталних извештаја.

За добро функционисање финансијског тржишта, неопходно је да постоји добар контролни механизам, тј. надзорни орган. Комисија за хартије од вредности, као регулаторни и надзорни орган у овој материји, по слову Закона је независна и самостална организација са статусом правног лица, а за свој рад одговорна је Народној скупштини.<sup>37</sup> Међутим, изгледа да је то само прокламација. Велику пажњу и дилему у вези са независношћу Комисије за хартије од вредности изазива члан 262 Закона, у коме се после навођења надлежности Комисије, истиче да наведене послове,<sup>38</sup> Комисија обавља као поверене послове. Таква одредба постоји и у Закону о тржишту хартија од вредности и другим финансијским инструментима,<sup>39</sup> па се може констатовати, нажалост, да није ништа урађено у погледу веће независности Комисије. На тај начин Комисија, ни по Закону о тржишту капитала, не задовољава принципе Међународне организације за хартије од вредности (*IOSCO*). Поверавање појединих послова имаоцима јавних овлашћења предвиђа Закон о државној управи.<sup>40</sup> На проблем у вези са (не)зависношћу Комисије за хартије од вредности, стручна јавност је више пута указивала, па се аутор неће посебно бавити овим питањем. Ипак, аутор сматра да је то један од крупних недостатака новог закона. Као надзорни орган,

које су предмет повлачења, износио мање од 0,5% од њиховог укупног издатог броја и да је у најмање три месеца, која претходе одлуци о повлачењу акција, остварен месечни промет износио мање од 0,05% од њиховог укупног издатог броја. Одлука о повлачењу ће бити валидна само уколико укључује и неопозиву изјаву друштва којом се оно обавезује да на захтев несагласних акционара откупи акције уз одговарајућу накнаду, с тим што то право има и акционар који није учествовао у раду скупштине друштва. Члан 123 Закона о тржишту капитала.

36 Д. Миловановић, *нав. чланак*, стр. 576.

37 Члан 239 Закона о тржишту капитала.

38 То су послови из става 1–13, 17 и 18 члана 262 и чине, не само већину послова, већ и најважније послове које обавља Комисија.

39 Члан 220 Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.

40 *Службени гласник РС*, бр. 79/2005, 101/2007, 95/2010.

Комисија за хартије од вредности би требало да се труди да оствари циљеве наведене у члану 1 Закона, тј. заштиту инвеститора, праведно, ефикасно и транспарентно тржиште капитала и смањење системског ризика. Додајмо, да су овлашћења и надлежности Комисије проширени у односу на претходни закон. Новина коју је донео Закон о тржишту капитала је и детаљније регулисање поступка надзора.

Објективност налаже да се истакне да у Закону о тржишту капитала има и решења која су врло позитивна и доприносе унапређењу домаћег регулаторног оквира у овој материји, нпр. прецизно дефинисање јавне понуде, одредбе о проспекту, увођење категорије професионални клијент и сл.

С обзиром да је Европска комисија најавила измене директива које уређују финансијско тржиште, то значи да ће и Закон о тржишту капитала претрпети измене уколико желимо да буде потпуно усклађен са европским прописима, с тим што и даље остаје питање реалних могућности за његову примену.

### III Закључак

Закон о тржишту капитала, могло би се рећи, представља својеврсни амалгам директива ЕУ које регулишу финансијско тржиште (Директива о тржиштима финансијских инструмената, Директива о проспекту, Директива о транспарентности и Директива о злоупотребама на тржишту). Закон је врло модеран, што је са једне стране, за похвалу, али с друге стране оставља отворено питање реалних могућности за примену. Другим речима, овај закон поставља високе стандарде за мало и неразвијено финансијско тржиште Србије. Закон је почео недавно да се примењује. Пракса ће најбоље показати какви су ефекти примене. Осим тога, Европска комисија је најавила измену директива које су послужиле као узор за израду домаћег Закона о тржишту капитала. Питање је: Да ли то значи да се, ускоро, може очекивати и измена поменутог закона?

**Jasmina LABUDOVIĆ STANKOVIĆ, PhD**  
Assistant Professor at the Faculty of Law University of Kragujevac

## **SOME DILEMMAS ABOUT THE NEW CAPITAL MARKET ACT**

### **Summary**

*The author has attempted to point to some new aspects in the new Capital Market Act, because they have, undoubtedly, provoked certain discussions in academic public circles. The author focuses on trading facilities and the abolition of concentration rules. Some other new aspects have also attracted the author's attention, as well as Commission for Securities, which is supervisory authority, but regarding its independence nothing has been done in relation to the Capital Market Act and other financial instruments. The author also presents some solutions from the EU Directives, which were the models for domestic legislator when making the Capital Market Act. The first part of this article gives the short review of EU Directives, and the second part critically presents some new aspects in the Capital Market Act.*

**Key words:** capital market, regulated market, multilateral trading facility.