

Марија ВИЋИЋ¹

ПРОБЛЕМИ УЧЕШЋА ЗАПОСЛЕНИХ У ПРОГРАМИМА УЛАГАЊА КОЈЕ НУДЕ ИНОСТРАНЕ КОМПАНИЈЕ

У овом раду указаћемо на прописе који би морали бити узети у обзир приликом имплементације програма учешћа које иностране компаније нуде домаћим запосленима. Посебан осврт ћемо направити на одредбе Закона о тржишту капитала и Закона о девизном пословању чијим рестриктивним тумачењима овакви програми могу бити веома отежано имплементирани или чак сматрани забрањеним када су у питању српски запослени. Такође бисмо се осврнули и на праксу надлежних органа по овом питању, пре свега Комисију за хартије од вредности, али и Народну банку Србије. Пре него што кренемо у анализу наведених питања, указаћемо на неке од типичних пакета финансијских инструмената који се кроз програме учешћа иностраних (најчешће матичних) компанија нуде запосленима у локалним компанијама – послодавцима најчешће срећу у локалној пракси.

Кључне речи: *учешће запослених у улагању, тржиште капитала, финансијски инструменти, Комисија за хартије од вредности, девизно пословање.*

Увод

У последњих тридесет година приметан је повећани број програма финансијског учешћа запослених у инвестирању у своје компаније - послодавце или матичне компаније својих компанија – послодаваца изван земље њиховог запослења. То је довело до настанка регулативе уподобљене специфичностима програма и планова финансијског учешћа

1 Адвокат у сарадњи са адвокатском канцеларијом Карановић & Партнери о.а.д. и докторант Правног факултета Универзитета у Београду.

запослених у скоро 20 земаља Европске Уније како би се даље ширење оваквих програма подржало.²

Међутим, развој посебне регулативе је директно у вези са заступљеношћу ових програма у конкретној земљи при чему се уочава један неравномеран приступ посматрано из географског угла. Наиме, велика је разлика у заступљености ових програма у водећим земљама чланицама Европске Уније и земљама у развоју, па и регулаторни третман програма учешћа запослених доста варира од земље до земље. У вези са тим постоје државе које препознају специфичну регулативу у целости по питању ових планова, док се у случају одређених земаља ови програми и планови третирају кроз опште правне институте што у доста случајева доводи до њихове отежане имплементације будући да општи прописи углавном нису прилагођени овим специфичним аранжманима.³

Сматра се да програми улагања односно финансијског учешћа запослених у компанијама могу довести до значајне стабилизације европске економије у целини. Студије које су на ову тему рађене у оквиру Европске Уније показују да су програми улагања мотив за запослене да улажу више и постижу боље резултате током свог рада, као и да су добра „резерва“ за изворе прихода након пензионисања.⁴ Такође, неке врсте ових планова доводе и до учешћа запослених у корпоративном управљању компанијом у којој су запослени јер дају и одређена гласачка права. То је додатна погодност и мотив за запосленог да преузме одлучнију улогу у својој компанији и да се више залаже за њен просперитет и пословање будући да то овим путем постаје и његов лични интерес, а не само интерес његовог послодавца. Такође, учешће запослених у оваквим врстама програма доводе и до синергије интереса запослених и послодавца будући да се њихови некад одвојени интереси овим путем доводе у склад. На основу спроведених студија показано је да овакав вид финансијске компензације запосленима има главну улогу у привлачењу запослених на позицијама од виталног значаја за компанију. Нуђење оваквих програма од стране послодавца додатни је сигнал потенцијалним запосленима да конкретна ком-

2 European Parliament, Legislative Observatory 2018/2053(INI) – Role of employee financial participation in creating jobs and reactivating the unemployed, доступно на адреси: [https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/2053\(INI\)&l=en](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/2053(INI)&l=en), 21.03.2019, 1-3.

3 European Parliament, Legislative Observatory 2018/2053(INI) – Role of employee financial participation in creating jobs and reactivating the unemployed, 1-3.

4 European Parliament, Legislative Observatory 2018/2053(INI) – Role of employee financial participation in creating jobs and reactivating the unemployed, 1-3.

панија негује интересе запослених омогућавајући им, уз одређене резултате, да остваре више од месечне новчане зараде.⁵

У земљама југоисточне Европе остаци социјалистичких система заснованих на унапред планираним предвидивим зарадама и додатним погодностима који првенствено зависе од арбитрарне воље послодаваца, довели су до хромог и успореног развоја програма учешћа запослених у улагању у компанијама – послодавцима, а тим пре, посебно узевши у обзир рестрикције за прекогранична улагања које су постојале, и у матичним компанијама.⁶

У Србији не постоји посебни законски оквир који се бави програмима улагања запослених. Постоје одређене назнаке постојања ове врсте улагања, на пример у Закону о тржишту капитала⁷ који искључује своју примену у погледу лица која пружају инвестиционе услуге које се искључиво баве управљањем програмима учешћа запослених у улагању у земљи, али и у погледу улагања у иностранству кроз Закон о девизном пословању⁸ који прокламује слободу улагања резидента, укључујући и резидента – физичко лице, у иностранство, било путе директног или портфолио улагања, било у пословању са финансијским дериватима (за које Закон о девизном пословању прописује одређена ограничења о којима ће бити више речи касније). Међутим, Србија је и даље на веома ниском нивоу када је реч о програмима учешћа запослених у улагањима у земљи – према подацима истраживања око 9% компанија пласира програме за доделу акција запосленима (бесплатно или по повлашћеним условима)⁹, што је делом последица и непрепознатљивости, односно веома мале препознатљивости, овог института у регулаторном оквиру. Упркос непостојању посебног оквира који се бави овом врстом улагања, улагања у компаније-послодавце у земљи нису нарочито спорна, односно њихов третман кроз опште законске категорије не би довео до већих

5 Charles H. Fay, Michael A. Thompson, "Contextual determinants of reward systems' success: An exploratory study", *Human Resource Management Vol. 40, Issue 3*, 213–226.

6 Michael J. Morley, Anges Slavic, Jozsef Poór, Nemanja Berber, "Training practices and organisational outcomes: A comparative analysis of domestic and internationally focused companies operating in the transition economies of Central & Eastern Europe", *Journal of East European Management Studies, Vol. 21/2016*, 406–432.

7 Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016, чл. 4.

8 Закон о девизном пословању – ЗДП, *Службени гласник РС*, бр. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014, 30/2018, чл. 11, 11а, 13, 16.

9 Michael J. Morley, Anges Slavic, Jozsef Poór, Nemanja Berber, "Management compensation systems in Central and Eastern Europe: a comparative analysis", *The International Journal of Human Resource Management*, 2017, 1661-1689.

проблема или немогућности њихове имплементације. Ситуација је доста другачија када су у питању програми улагања домаћих запослених које нуде иностране компаније које су најчешће, али не по правилу, матичне компаније домаћих послодаваца. Из наведеног разлога а и из разлога све веће присутности намере иностраних компанија да пласирају различите врсте програма улагања и запосленима у Србији (код локалних компанија), фокус овог рада биће управо улагање запослених у иностране компаније и правне препреке са којима могу да се сусретну, односно које морају узети у обзир при одлучивању да крену са улагањем.

Врсте учешћа запослених у програмима улагања у иностранству

Учешће запослених у програмима улагања у иностранству најчешће се своди на доделу одређеног финансијског инструмента или готовинских новчаних средстава запосленом у локалној компанији. Врста финансијског инструмента који се нуди у склопу конкретног програма опредељује у великој мери третман програма кроз српске прописе. За потребе овог рада разумевање појма „финансијски инструмент“ ћемо ограничити на дефиницију овог појма по европским директивама о тржишту капитала (*Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments – MiFiD I*, *Directive 2014/65/EC on markets in financial instruments – MiFiD II*), што у великој мери одговара и дефинисању појма „финансијски инструмент“ према Закону о тржишту капитала који је у овом делу имплементирао решења *MiFiD I*¹⁰.

10 У том смислу (Секција Ц, *MiFiD I*, доступно на линку: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0039>, 15.03.2019. и ЗТК, чл. 2) , финансијски инструменти су: преносиве хартије од вредности; инструменти тржишта новца; јединице институција колективног инвестирања; опције, фјучерси, свопови, каматни форварди и остали изведени финансијски инструменти који се односе на хартије од вредности, валуте, каматне стопе, принос, као и други изведени финансијски инструменти, финансијски индекси или финансијске мере које је могуће намирити физички или у новцу; опције, фјучерси, свопови, каматни форварди и остали изведени финансијски инструменти који се односе на робу и који: морају бити намирени у новцу, или, могу бити намирени у новцу по избору једне од уговорних страна, а из разлога који нису у вези са неизвршењем обавеза или раскидом уговора; опције, фјучерси, свопови и остали изведени финансијски инструменти који се односе на робу и могу намирити физички, под условом да се њима тргује на регулисаном тржишту, односно мултилатералној трговачкој платформи (у даљем тексту: МТП); опције, фјучерси, свопови, форварди и остали изведени финансијски инструменти који се односе на робу и могу намирити физички, а нису обухваћени претходном тачком и: немају комерцијалну намену; имају карактеристике изведених финансијских инструмената, имајући у виду, између осталог, да ли се клиринг и салдирање

MiFiD II садржи нешто проширенију листу финансијских инструмената, али то проширење није од значаја за планове учешћа запослених. Већина горе наведених финансијских инструмената може бити нуђена запосленом преко програма учешћа у улагању. Најтипичнији инструменти који се нуде запосленима су свакако акције, обичне са правом гласа или преференцијалне¹¹, опције за стицање акција након одређеног периода по фиксној цени, уговори за разлике (енгл. *contracts for difference*), итд.

Додела поменутих инструмената може се реализовати кроз различите врсте планова, овде наводимо само неке типичне од њих. План куповине акција је уобичајени често присутан план који омогућава запосленима да купе акције и држе их одређени период остварујући при том своја права као имаоци акција (енгл. *employee share purchase plans*)¹². Одређени планови дају посебне повластице постојећим запосленима – акционарима омогућавајући да по повлашћеним условима прибаве додатне акције (енгл. *matching shares plans*)¹³. Неки планови признају запосленом право на валоризацију акција, односно да приме износ увећане вредности акција у готовини или у додатним акцијама (енгл. *stock*

врше у признатим клириншким кућама или да ли подлежу редовним позивима за доплату; изведени финансијски инструменти за пренос кредитног ризика; финансијски уговори за разлике; опције, фјучерси, свопови, каматни форварди и други изведени финансијски инструменти који се односе на климатске варијабле, трошкове превоза, стопе инфлације, квоте емитовања или друге службене, економске и статистичке податке, а који се намирују у новцу или се могу намирити у новцу по избору једне од уговорних страна из разлога који нису у вези са неизвршењем обавеза или раскидом уговора, као и други изведени финансијски инструменти који се односе на имовину, права, обавезе, индексе и мере који нису наведени у овој тачки, а који 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; робни деривати су изведени финансијски инструменти који се односе на робу, који морају бити намирени у новцу, или изузетно физички, уколико се њима тргује на регулисаном тржишту, односно МТП; икредитни дериват на основу наступања статуса неиспуњавања обавеза (енгл. *credit default swap*) је врста кредитног деривата којим се пружалац кредитне заштите обавезује да ће кориснику те заштите измирити губитак у случају неизмирења обавеза дужника или неког другог уговореног кредитног догађаја, за шта му корисник кредитне заштите плаћа одговарајућу накнаду.

11 Потреба појмова „обичне (са правом гласа)“ и „преференцијалне“ акције има значење према одредбама Закона о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015, 44/2018, 95/2018, чл. 250-252.

12 Објашњење појма доступно на линку: <https://www.investopedia.com/terms/e/espp.asp>, 11.04.2019.

13 Објашњење појма доступно на линку: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-204-1155?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhccp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-204-1155?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhccp=1), 11.04.2019.

appreciation rights plans)¹⁴. Такође, како смо поменули, постоје и готовински планови на основу којих запослени добијају одређене погодности у вези са стицањем акција како би се на њих спречио утицај пораста вредности акција (тзв. бонуси за стицање акција, односно на енгл. *employee cash plans*)¹⁵.

Српски прописи које треба размотрити приликом уласка у програме улагања иностраних компанија

Низ је прописа које би запослени, али и домаћи послодавац и инострана компанија требало да узму у обзир пре почетка реализације улагања запослених у инострану компанију. Одређени прописи садрже само одређене претежно техничке критеријуме који треба да буду испуњени или макар размотрени пре почетка имплементације програма у Србији (на пример, прописи у области радног, пореског права и права заштите података о личности). С друге стране, одређени прописи представљају препреку спровођењу ових планова у пракси. Пре свега мислимо на прописе којима се уређује тржиште капитала и девизно пословање. Како је проблем до кога доводе рестриктивна тумачења ових прописа у пракси препознат, локални органи су подстакнути иницијативама из привреде почели да раде на усавршавању тумачења ових прописа након више година магловите праксе. Посебан значај у том погледу имају мишљења и ставови Комисије за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија) приликом тумачења Закона о тржишту капитала.

Примена Закона о тржишту капитала

Када је у питању примена Закона о тржишту капитала у пракси се поставио низ питања примене конкретних правних института овог закона на програме улагања запослених у иностране компаније. Пре него што отпочнемо са конкретном анализом чланова Закона о тржишту капитала који су стварали проблеме у тумачењу примене на планове улагања, истичемо да за сврху анализе Закона о тржишту капитала искључујемо готовинске подстицаје као и улагања у тзв. нестандардизоване финансиј-

14 Објашњење појма доступно на линку: [https://content.next.westlaw.com/Document/10f9fe4e8ef0811e28578f7ccc38dcbec/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/10f9fe4e8ef0811e28578f7ccc38dcbec/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1), 11.04.2019.

15 Објашњење појма доступно на линку: <https://www.investopedia.com/terms/e/employeecontributionplan.asp>, 11.04.2019.

ске деривате (тј. нестандардизоване изведене финансијске инструменте), будући да су оба изван опсега примене Закона о тржишту капитала¹⁶.

Основна питања која су се поставила у пракси и која су изнета пред Комисију у циљу тумачења одредби Закона о тржишту капитала била су следећа:

1. да ли нуђење финансијских инструмената од стране иностране компаније домаћим запосленима представља нуђење финансијских инструмената у Србији, када би то захтевало јавну понуду у Србији, односно

2. да ли страна компанија која нуди финансијске инструменте домаћим запосленима врши инвестиционе услуге у Србији у смислу Закона о тржишту капитала?

(а) Да ли нуђење финансијских инструмената од стране иностране компаније домаћим запосленима представља јавну понуду у Србији?

Пред Комисијом се поставило питање да ли понуда за куповином хартија од вредности (што је ужи појам од финансијског инструмента) листираних на берзи у иностранству без намере нуђења тих хартија на регулисаном тржишту или МТП у Србији тачно одређеном кругу лица, тј. запосленима може бити посматрана као јавна понуда хартија од вредности у смислу чл. 2 ст. 1 тач. 37 Закона о тржишту капитала.

Наиме, поменути члан Закона о тржишту капитала предвиђа да је јавна понуда хартија од вредности свако обавештење датом у било ком облику и путем било ког средства које даје довољно података о условима

16 Када су у питању готовински подстицаји, јасно је да није реч о финансијским инструментима. С друге стране, ЗТК у чл. 5 недвосмислено искључује своју примену на, између осталог, нестандардизоване изведене финансијске инструменте. Овом приликом је згодно напоменути да ЗТК не садржи дефиницију нестандардизованог изведеног финансијског деривата. Значење овог појма до скоро је садржала Одлука о обављању послова са финансијским дериватима, *Службени гласник РС*, бр. 85/2011, 62/2013, дефинишући нестандардизовани финансијски дериват као дериват којим се тргује ван регулисаног тржишта односно МТП, односно на ОТС (енгл. *over the counter*) тржишту. Изменама поменуте одлуке с краја 2018. године, овај појам је изостављен, и сада важећа одлука само упућује на правила која важе за деривате којима се тргује на регулисаном тржишту односно МТП, и деривате којима се тргује на ОТС тржишту. На основу историјског тумачења а узевши у обзир и разумевање овог појма које је уобичајено у пословној пракси, сматраћемо да нестандардизованим дериватима управо оне којима се тргује на ОТС тржишту.

понуде и о хартијама од вредности из те понуде тако да се инвеститору омогући доношење одлуке о куповини или упису ових хартија од вредности.¹⁷

Такође, Законом о тржишту капитала је предвиђено да се хартије од вредности којима се тргује у Србији изражавају у динарима, те да се депозитне потврде које се односе на хартије од вредности страног издаваоца које се издају или којима се тргује у Србији изражавају и исплаћују у динарима, из чега произлази да на домаћем тржишту капитала не могу бити нуђене хартије страних друштава које гласе на страну валуту, већ само депозитне потврде које се односе на те хартије од вредности страног издаваоца.¹⁸

Закон о тржишту капитала такође регулише поступак одобрења објављивања јавне понуде у Србији од стране иностраног издаваоца ради трговања на регулисаном тржишту односно МТП у Србији чиме је регулисано и дискреционо овлашћење Комисије приликом третирања оваквих захтева за објављивање јавне понуде¹⁹.

У иницијалном мишљењу које је Комисија издала 2012. године²⁰, истакнуто је да хартије од вредности које су издала страна друштва могу бити нуђена у Србији (тј. запосленима у Србији, прим. аут.) само уз поштовање горе наведених одредби Закона о тржишту капитала.

Ово изузетно конзервативно мишљење Комисије ублажено је већ следећим које је поводом сличних питања издато 2014. године²¹. У другом по реду мишљењу истакнуто је да одредбе Закона о тржишту капитала постају релевантне у случају када „издавалац хартија од вредности има седиште ван Србије а жели да јавно понуди односно укључи у трговање у Србији хартије од вредности већ понуђене у иностранству“²². У овом мишљењу истакнуто је и да локални прописи не препознају прекограничне емисије хартија од вредности (укључујући и улагања запослених у њих, прим. аут.), али да постоји донекле „олакшана“ процедура подношења захтева за објаву проспекта уколико су конкретне хартије од вредно-

17 ЗТК, чл. 2 ст. 1 тач. 37. Наведена дефиниција јавне понуде из ЗТК је преузета из европске *Prospectus* директиве (2003/71/EC *Directive to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*) која је с намером поставља доста широко, али без намере да се као таква примењује на програме улагања запослених за које предвиђа посебне изузетке или регулативу.

18 ЗТК, чл. 9.

19 ЗТК, чл. 39.

20 Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-103/2-12 од 22. марта 2012. године

21 Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-435/2-14 од 2. септембра 2014. године

22 Мишљење (2014), 4.

сти већ биле нуђене у иностранству.²³ Комисија у овом другом мишљењу ставља резерву да „се не може тумачењем Закона о тржишту капитала доћи до одговора да ли би се у конкретном случају (нуђења хартија од вредности запосленом од стране иностране компаније, прим, аут.) радило о издавању или трговању, већ би (страни) издавалац био дужан да у поступку предвиђеном чланом 39 Закона о тржишту капитала дефинише да ли жели да изврши примарну понуду хартија од вредности издавањем додатних хартија исте класе као оне које су понуђене у иностранству, или жели да хартије од вредности већ издате у иностранству укључи у секундарно трговање у Србији“.²⁴

У мишљењу које Комисија поводом сличних питања издаје 2017. године²⁵ иде се корак даље ка прецизирању (не)примене Закона о тржишту капитала у погледу захтева јавне понуде. Закључак који се из овог мишљења може извести је да примене правила о јавној понуди неће бити ако послодавац са седиштем у Србији, матична компаније као издавалац акција, нити иједно треће лице које наступа у њихово име и за њихов рачун не нуди односно промовише на територији Србије иностране програме учешћа запослених у улагању, који подразумевају куповину страних хартије од вредности на начин да активности нуђења односно промоције имају карактер јавне понуде у смислу чл. 2 ст. 1. тач. 37 Закона о тржишту капитала. Ако би постојала намера да се спроведе јавно понуда иностраних хартија од вредности, применила би се правила чл. 9 и 39 Закона о тржишту капитала.²⁶

Утисак је да је Комисија на овај начин покушала да ограничи примену дефиниције јавне понуде из Закона о тржишту капитала, али дајући овај у многоме цикличан одговор, практични резултати овог мишљења су изостали и потенцијални ризици којима би сви учесници у програму учешћа запослених били изложени и даље остају макар на нивоу теоретског. Имајући у виду санкцију ништавости јавне понуде коју Закон о тржишту капитала предвиђа у овом случају, овај макар и теоретски ризик, практично није могао бити занемарен.²⁷

23 Мишљење (2014), 4, у вези са чл. 39 ЗТК. Комисија за хартије од вредности издала је и мишљење бр. 2/0-03-51/4-17 20. фебруара 2017. године поводом питања тумачења чл. 2 Закона о инвестиционим фондовима где је у принципу поновила већ речено по питању јавне понуде из мишљења из 2012. и 2014. године.

24 Мишљење (2014), 4.

25 Мишљење Комисије за хартије од вредности бр. 2/0-03-399/3-17 од 13. децембра 2017. године

26 Мишљење (2017), 3.

27 ЗТК, чл. 11.

Након овог, уследило је још једно мишљење Комисије које се већ могло окарактерисати као револуционарно. Наиме, у марту 2018. године, Комисија за хартије од вредности је јасно заузела став да примене Закона о тржишту капитала, па самим тим ни правила о јавној понуди, нема у случају када се хартије од вредности (односно финансијски инструменти) нуде домаћим запосленима без накнаде.²⁸

Међутим, и даље је остало отворено питање нуђења финансијских инструмената уз одговарајућу накнаду коју запослени треба да плати. Последње и најзначајније мишљење које излази баш у циљу решавања овог питања, може се сматрати још револуционарнијем јер, уз и даље постојеће ограде Комисије, даје једну мало јаснију слику и путању којом би се могло кретати а да правила Закона о тржишту капитала не буду повређена. Мишљење које је издато у марту ове године базирало се на захтеву у коме је Комисији постављено конкретно питање – да ли би се закон примењивао у случају да сам запослени у домаћој компанији покрене иницијативу за стицање хартија од вредности у иностраној компанији. Иако би се одговор могао тумачити уско и само у погледу постављеног питања, па и иако остаје отворено како би то домаћи запослени покренуо иницијативу, сматрамо да овај став Комисије ипак треба третирати у позитивном светлу и као корак напред у разумевању и подршци развоја оваквих планова у Србији.

(b) Да ли страна компанија која нуди финансијске инструменте домаћим запосленима врши инвестиционе услуге у Србији?

Друго питање које се поставило пред Комисијом јесте да ли нуђење финансијских инструмената од стране иностране компаније српским запосленима може бити третирано као пружање инвестиционе услуге у Србији.²⁹

28 Мишљење Комисије за хартије од вредности, бр. 4/1-102-164/3-18 од 9. марта 2018. године, 3.

29 ЗТК преузима из европских директива (*MiFiD I*) тумачење појма „инвестициона услуга“ и „додатна услуга“, па тако инвестиционим услугама у свом чл. 2. ст. 1. тач. 8. сматра:

8) инвестиционе услуге и активности које се односе на све финансијске инструменте су: пријем и пренос налога који се односе на продају и куповину финансијских инструмената; извршење налога за рачун клијента; трговање за сопствени рачун; управљање портфолиом; инвестиционе саветовање; услуге покровитељства у вези са понудом и продајом финансијских инструмената уз обавезу откупа; услуге у вези са понудом и продајом финансијских инструмената без обавезе откупа; управљање мултилатералним трговачким платформама. Додатним услугама сматра: чување и администрирање финансијских инструмената за рачун клијената, укључујући чување инструмената и са тим повезане услуге, као што је админи-

У свом другом мишљењу, Комисија јасно наводи да изузетак који Закон о тржишту капитала предвиђа када је у питању вршење инвестиционих услуга искључиво у вези са управљањем програмима учешћа запослених у улагању нису примењива на прекогранична пружања оваквих услуга будући да нису у складу са појмом услуга у Закону о спољнотрговинском пословању³⁰, а да будући да су питање иностраног права, не могу бити регулисана одредбама Закона о тржишту капитала.³¹

Мишљењем из децембра 2017. године, Комисија истиче да пружање инвестиционих услуга (без обзира да ли се ради о инвестиционом друштву или не) на територији Србије непосредно и без дозволе Комисије за хартије од вредности представља кривично дело неовлашћеног пружања инвестиционих услуга.³² При том, Комисија за хартије од вредности не иде даље у тумачење појма „непосредно“ као и да ли би се то односило на пружање услуга у иностранству у вези са програмима учешћа запослених. При том, у поменутом мишљењу Комисија за хартије од вредности наглашава да страна инвестициона друштва (стране кастоди банке и други облици организовања) не смеју, без претходне сагласности Комисије за хартије од вредности, а пружају на територији Србије инвестиционе услуге.³³

Као и по питању јавне понуде, и питање инвестиционих услуга је позитивно решено у случају нуђења финансијских инструмената без накнаде мишљењем Комисије из 2018. године.³⁴ Коначна потврда, али опет изговорена односно написана на благо индискретан начин, да се Закон о тржишту капитала не примењује (па ни у погледу пружања инве-

стрирање новчаним средствима и колатералом; одобравање кредита или зајмова инвеститорима како би могли да изврше трансакције једним или више финансијских инструмената када је друштво зајмодавац укључено у трансакцију; савети друштвима у вези са структуром капитала, пословном стратегијом, спајањем и куповином друштава и сличним питањима; услуге девизног пословања у вези са пружањем инвестиционих услуга; истраживање и финансијска анализа у области инвестирања или други облици општих препорука у вези са трансакцијама финансијским инструментима; услуге у вези са покровитељством; инвестиционе услуге и активности, као и допунске услуге које се односе на основ изведеног финансијског инструмента како је дефинисано у ЗТК у чл. 2 ст. 1. тач. 5, 6, 7 и 10, а у вези са пружањем инвестиционих услуга и активности, као и допунских услуга.

30 Закон о спољнотрговинском пословању, *Службени гласник РС*, бр. 36/2009, 36/2011, 88/2011, 89/2015.

31 Мишљење (2014), 5-6.

32 Мишљење (2017), 3-4.

33 Мишљење (2017), 3-4.

34 Мишљење (2018), 2-3.

стиционих услуга) , дошла је од Комисије мишљењем из марта 2019. године, али само у ситуацији када иницијатива за куповину финансијских инструмената дође од стране локалног запосленог (највероватније посредством локалне компаније која о томе прикупи податке?), чиме се пренебрегава нуђење финансијских инструмената и са тим повезане услуге у Србији.³⁵

Ограничења у девизним прописима

Закон о девизном пословању и подзаконска акта Народне банке Србије (у даљем тексту: НБС) предвиђају слободно улагање резидената (укључујући и резиденте – физичка лица) у иностранству. Закон о девизном пословању у том смислу разликује директна улагања када улагање доводи до стицања 10% и више гласачких права или учешћа у капиталу, односно портфолио улагања (улагање у власничке хартије од вредности), када наведени праг од 10% није достигнут.³⁶ Дакле, улагање у власничке хартије од вредности без обзира у ком проценту улагач – запослени стиче гласачка или власничка права јесте дозвољен прописима о девизном пословању, па и у случају улагања запосленог у оквиру програма учешћа запослених у улагању, неће доћи до правних препрека.

Ситуација се разликује када су у питању финансијски деривати као предмети стицања у оквиру програма учешћа запослених у улагању за које девизни прописи предвиђају извесне рестрикције.³⁷ Наиме, у складу са подзаконским прописима НБС-а који регулишу послове са финансијским дериватима, српским резидентима је дозвољено да улазе само у прекограничне трансакције са дериватима за заштиту од одређеног ризика (енгл. *hedging*), док се трансакције које могу имати шпекулативну природу сматрају забрањеним.³⁸ Будући да су финансијски деривати често „скривени“ предмет програма учешћа запослених у улагању у иностраним компанијама, о овоме је потребно додатно повести рачуна јер шпекулативност може да се формира од случаја до случаја. Нарочито су честе опције за стицање акција, али оне би требало да доносе корист за запосленог будући да му дају право да акцију стекне по унапред договореној

35 Мишљење (2019), 2.

36 Чл. 11, 11а и 12 ЗДП. Одлука о обавези извештавања у пословању са иностранством, *Службени гласник РС*, бр. 87/2009, 40/2015, НБС-а, предвиђа обавезу извештавања резидента за страна директна улагања. Повреда ове обавезе је прекршајна санкција за резидента, али не би се дотицала нити стране нити домаће компаније – послодавца.

37 Чл. 16 ЗДП.

38 Одлука о обављању послова са финансијским дериватима, *Службени гласник РС*, бр. 76/2018.

цени. Ситуација може бити другачија код уговора за разлике (енгл. *contract for difference*) који могу да доведу и до формирања негативне обавезе за запосленог (тј. да исплати разлику иностраној компанији), што има дозу шпекулативности.

Остали релевантни правни аспекти програма учешћа запослених у улагању у иностранству

(a) Радноправни аспекти

Из угла Закона о раду³⁹ потребно је обезбедити да програми не доводе до било које врсте дискриминације (националне, верске, полне, старосне, итд.) посредне или непосредне, између запослених одређених као учесници у програму. Такође је неопходно обезбедити да се оваквим програмима не стварају било каква будућа права или обавезе који би проистекли из радног односа. Ово углавном неће бити спорно у пракси нити ће захтевати додатна усклађивања самог програма.

(b) Заштита података о личности

Начелно је неопходна сагласност запослених за употребу и обраду њихових података о личности у склопу програма за учешће запослених у улагању у складу са Законом о заштити података о личности.⁴⁰ Сагласност се даје у виду писане изјаве, а може се у било које време опозвати.⁴¹ Ни овај захтев не рађа додатних практичних препрека будући да се сагласности прибављају по аутоматизму.

(c) Порески аспекти

Из пореско правног аспекта додела било које врсте финансијских подстицаја кроз планове улагања третира се и опорезује као зарада по стопи од 10% као порез на доходак грађана, али и као допринос за пензијско и инвалидско осигурање.⁴² Пореско правни аспекти свакако треба

39 Закон о раду, *Службени гласник РС*, бр. 24/2005, 61/2005, 54/2009, 32/2013, 75/2014, 13/2017, 113/2017, 95/2018.

40 Закон о заштити података о личности, *Службени гласник РС*, 87/2018.

41 Чл. 11 Закона о заштити података о личности

42 Закон о порезу на доходак грађана, *Службени гласник РС*, бр. 24/2001, 80/2002, 80/2002, 135/2004, 62/2006, 65/2006, 31/2009, 44/2009, 18/2010, 50/2011, 91/2011, 7/2012, 93/2012, 114/2012, 8/2013, 47/2013, 48/2013, 108/2013, 6/2014, 57/2014, 68/2014, 5/2015, 112/2015, 5/2016, 7/2017, 113/2017, 7/2018, 95/2018, 4/2019 и Закон о пензијском и инвалидском осигу-

да буду узети у обзир приликом доношења одлуке о пласирању програма, али у овом раду о њима неће бити више речи будући да не изазивају практичне препреке у имплементацији програма.

Закључак

Након дугогодишњег развоја пословне праксе у пласирању иностраних програма учешћа запослених у улагању и навикавања домаћег регулаторног окружења новонасталим околностима, тренутна ситуација у Србији се може оценити као доста позитивна. Главне препреке које је производило дугогодишње тумачење Закона о тржишту капитала у погледу јавне понуде и пружања инвестиционих услуга може се рећи да је сада барем са одређеном дозом сигурности отклоњено. Прописи девизног пословања су такође доста либерализовани, а једини домен у коме и даље постоје материјалне препреке јесте трговина са финансијским дериватима уколико имају шпекулативне сврхе, што је и даље забрањено. Остала регулатива је мање-више на линији европског стандарда.

Остаје да се види да ли ће Србија уложити додатни напор и посебно регулисати ову све учесталију и привредно значајнију појаву – учешће запослених у улагању како у домаће тако и у иностране компаније. До тада инвеститорима а и запосленима не преостаје ништа друго до ослањање на постојеће регулаторне оквире и даље ширење привредне свести о оваквој врсти подухвата.

Marija VIĆIĆ

ISSUES WITH PARTICIPATION OF EMPLOYEES IN INVESTMENT PROGRAMMES OFFERED BY FOREIGN COMPANIES

In this paper we will discuss the regulation which should be taken into account during the implementation of the employees investment programmes offered by foreign companies to local employees. Specific view will be made to provisions of Law on Capital Markets and Law on Foreign Exchange Operations which restrictive interpretation may impact negatively implementation of the mentioned programmes. Further, we will take a look to practice of competent authorities with that regard specifically the Securities Commission and the National Bank of Serbia. Before we start with the analysis of the mentioned points, we will point out some typical financial instruments packages generally offered through the participation programmes of foreign (commonly mother) companies to employees in their local subsidiaries – employers in local market practice.

Key words: *participation of employees in investment, capital markets, financial instruments, Securities Commission, foreign exchange operations.*