

УДК: 346.62:336.76(4-672EU:497.11)

CERIF: S 144, S 155

ТИП РАДА: ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_23211A

др **Ранко СОВИЉ***

научни сарадник Института друштвених наука, Београд, Србија

РЕОРГАНИЗАЦИЈА МЕСТА ТРГОВАЊА – УСАГЛАШЕНОСТ НОВОГ ЗАКОНА О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА С MiFID II**

Сажетак

Крајем 2021. године, Народна скупштина Републике Србије усвојила је нови Закон о тржишту капитала, који је донео бројне новине и иницијативе у домаће берзанско право. По узору на Директиву о тржиштима финансијских инструмената (MiFID II), законодавац је сproveо иницијалну реорганизацију досадашње тржишта капитала увођењем нових места трговања – организоване трговачке платформе и систематској посредника. Поред тога, под утицајем савремених тенденција на глобалним тржиштима капитала – дигитализације, платформизације и финансијских иновација, по први пут у домаће право уведени су софистицирани модели трговања – алгоритамско трговање и високофреквендно трговање. Стога је циљ предметног истраживања да сагледа и укаже у којој мери је домаће право усаглашено са савременим тековинама на тржишту капитала, а, ирвенствено са MiFID II директивом.

* Електронска адреса аутора: soviljpeca@gmail.com; rsovilj@idn.org.rs.

** Рад је написан у оквиру Програма истраживања Института друштвених наука за 2023. годину који подржава Министарство науке, технолошког развоја и иновација Републике Србије.

Имајући у виду да је примена Закона ојачала у моменју исања овој рада, још увек је немогуће сагледајти правни домаћај примене новоусвојених решења у пракси, односно формирања ставова надлежних органа у погледу нових института.

Кључне речи: *Тржиште капиталa. – Мултилатерална трговачка платформа. – Организована трговачка платформа. – Систематски интернализатор. – Алгоритамско трговање.*

I Увод

Употреба квантитативних техника и компјутерских алгоритама у претходним годинама значајно су променили структуру тржишта капитала и финансијски сектор уопште. Промене изазване технолошким напретком иницирале су фрагментацију тржишта капитала. Напредак технологије допринео је убрзаном развоју комплексних и дисперзованих тржишта, истовремено омогућавајући учесницима на тржишту алате за ефикасно праћење цена финансијских инструмената. Управо примена иновативних технологија у пракси представља бројне изазове за регулаторна тела широм света.¹ И док се у прошлости трговина хартијама од вредности доминантно обављала на берзама, претходну деценију обележио је пораст алтернативних места трговине (*trading venues*), уз све већу употребу алгоритамског трговања и потражњу за финансијским дериватима. Економска оправданост увођења алтернативних места трговања огледа се у оснаживању тржишне утакмице, односно формирању конкуренције берзама, будући да се трговци приморавају да најповољније извршавају налоге својих инвеститора.

Постојање организованих алтернативних система трговине конкурентних берзама први пут је уведено и правно регулисано Директивом о тржиштима финансијских инструмената 2004. године.² Увођење различитих трговинских платформи осмишљено је с циљем промовисања конкуренције и подстицања иновација на тржишту капитала.³ Стога је

1 Randal C. Michie, *Banks, Exchanges and Regulators – Global Financial Markets from the 1970s*, Oxford, 2021, 519.

2 Директива о тржиштима финансијских инструмената из 2004. године (*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).

3 Правни режим MiFID I, који је успоставио регулаторни оквир за алтернативна места трговине у ЕУ, био је осмишљен с циљем либерализације извршења нало-

регулисање алтернативних места трговине првенствено усмерено на обезбеђивање интегритета, ефикасности, стабилности и транспарентности тржишта, премда се донедавно повезивало и са очувањем ликвидности тржишта.⁴ Правни режим MiFID II/MiFIR⁵ уређује да се трговање одвија на организованим и транспарентним местима трговања, предвиђајући неколико организованих места трговања: регулисана тржишта (берзе), мултилатералне трговачке платформе (МТП), организоване трговачке платформе (ОТП) и систематске посреднике. На регулисаним тржиштима, МТП и ОТП обавља се трговина у вишестраним односима, са већим бројем клијената, док систематски посредник, као алтернативни систем трговине, подразумева двострани (билатерални) однос инвестиционог друштва и клијента.⁶ С друге стране, трговина на ОТП тржишту није регулисана MiFID II. Класификација места трговине према режиму MiFID II/MiFIR дизајнирана је тако да обезбеди функционалност у примени правила на истоветне ситуације, а посебно да омогући да се трговање акцијама одвија на организованим местима, која су транспарентна и подлежу стриктној регулативи, чиме се настоји смањити простор за трговину на ОТП тржиштима. Закључује се да је реорганизација места трговине према режиму MiFID II/MiFIR наспрам MiFID I спроведена с циљем смањења последица регулаторне арбитраже.⁷

У корак са актуелним глобалним правцима развоја тржишта капитала, 2021. године Србија је усвојила Стратегију за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године, која треба да омогући усклађивање домаћег правног оквира с комунитарним правом.⁸ Наредни корак у процесу приступања Републике Србије Европској унији и

га власничких хартија од вредности и промовисања конкуренције између берзе и ОТП тржишта. Такође, MiFID I је аболирао услов концентрације, који је до тада био на снази у појединим земљама чланицама ЕУ, а, који је захтевао да сви налози за куповину и продају власничких хартија од вредности буду котирани у централној берзи поједине државе чланице. Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3rd edition, Oxford, 2014, 434.

4 *Ibid.*, 429, 437.

5 Уредба о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године (*MiFIR – Markets in Financial Instrument Regulation – Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012*, OJ L 173, 12. 6. 2014).

6 Небојша Јовановић, „Нови законодавни „муњак“ Србије у MiFID окружењу“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011, 242–244.

7 N. Moloney, 461–462.

8 Ранко Совиљ, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и љривреда*, бр. 2/2022, 341.

хармонизовању релевантних прописа, уследио је крајем децембра 2021. године, када је Народна скупштина Републике Србије усвојила нови Закон о тржишту капитала, који је у догледној мери усаглашен са европским законодавством у предметној материји (првенствено са Директивом о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године и Директивом о адекватности капитала из 2013. године).⁹ Закон је ступио на снагу осмог дана од дана објављивања у Службеном гласнику Републике Србије, односно 5. јануара 2022. године, док је примена одложена за годину дана, прецизније, 5. јануара 2023. године, осим одредби чија је примена одложена до уласка Републике Србије у Европску унију.¹⁰ Током претходне године, Комисија за хартије од вредности усвојила је низ пратећих подзаконских аката, односно правилника, чиме се настоји заокружити процес хармонизације, а предметна област прецизније уредити.¹¹

Наравно, преостаје да се види како ће бити прихваћен нови Закон у пракси узимајући у обзир да је структура тржишта капитала попри-

9 Директива о приступу активностима кредитних институција и пажљивом надзору над кредитним институцијама и инвестиционим друштвима (*Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC*, OJ L 176, 27. 6. 2013).

Директива о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године (*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, 12. 6. 2014).

10 Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021, чл. 421.

11 Између осталог, Комисија за хартије од вредности усвојила је следеће: Правилник о давању дозволе за рад организатору тржишта и условима за пословање места трговања и систематских интернализатора, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о давању дозволе за обављање делатности инвестиционог друштва, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о давању сагласности на именовање чланова органа управе организатора тржишта, инвестиционог друштва, Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности и система одобрених објава (АПА), *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о извештавању јавних друштава, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о инвестиционим препорукама, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о истраживању тржишта, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о надзору који спроводи Комисија за хартије од вредности, *Службени гласник РС*, бр. 143/2022; Правилник о објављивању и одлагању инсајдерских информација, *Службени гласник РС*; Правилник о одобравању статуса квалификованог инвеститора и вођењу регистра, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о организационим условима за пружање инвестиционих услуга, обављање инвестиционих активности и додатних услуга и управљање ризицима, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о правилима поступања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; Правилник о проспекту, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022, Правилник о службеном регистру информација, *Службени гласник РС*, бр. 77/2022; и други.

лично усложњена, с циљем усклађивања домаћих прописа са комуни-тарним правом, а пре свега са Директивом о тржиштима финансијских инструмената. Сходно томе, дорађена и унапређена су правила о транспарентности, заштити инвеститора, прекограничног пословања инвестиционих друштава, те надзорна овлашћења Комисије за хартије од вредности. Имајући у виду бројне новине, али и ограниченост обима рада, предмет истраживања биће усредсређен на нова места трговања, као и нове форме организације трговања хартијама од вредности.

II Мултилатерална трговачка платформа

Мултилатерална трговачка платформа први пут је правно регулисана Директивом о тржиштима финансијских инструмената 2004. године, чиме су се створили предуслови за постојање више паралелних тржишних платформи (места трговине). Међутим, и пре доношења MiFID-а, било је седам покушаја оснивања трговачких платформи у Европи конкурентних берзама, укључујући *Easdaq* 1996. и *Liquidnet Europe* 2001. године, али без успеха.¹² Иако су првобитна очекивања била да ће Директива ометати њихово постојање, пракса је демонстрирала супротно, с обзиром на то да MiFID не само што је омогућио правни основ за њихово оснивање, већ је принудио постојеће берзе да се међусобно надмећу за повећање обима трговине и привлачење нових инвеститора.¹³

12 Међу првим основаним мултилатералним трговачким платформама је *Chi-X Europe*, која је отпочела са радом марта 2007. године. У моменту оснивања *Chi-X Europe* је била прва МТП основана након доношења Директиве о тржиштима финансијских инструмената 2004. године, која је утрла пут за оснивање алтернативних платформи за трговање. *Chi-X Europe* је основао *Instinet*. У међувремену, власништво у *Chi-X Europe* је проширено на конзорцијум великих глобалних финансијских институција, укључујући *BNP Paribas*, *Citadel*, *Citigroup*, *Credit Suisse*, *Fortis*, *GETCO Europe Ltd*, *Goldman Sachs*, *Merrill Linch*, *Morgan Stanley*, *Optiver*, *Societe Generale* и *UBS*. Међутим, 1. децембра 2011. године *BATS Global Markets* је преузео *Chi-X Europe* од конзорцијума. Већ у првим годинама пословања, *Chi-X Europe* је повећао учешће на тржишту капитала Велике Британије са 9% марта 2008. године, на 26% у првом кварталу 2010. године, што је резултат који је допринео да тржишни удео Лондонске ефектне берзе по први пут падне испод 75%. Ранко Совиљ, „Мултилатерална трговачка платформа“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011, 352.

13 Спори напредак забележен је 2006. године, када је обим трговине акцијама на мултилатералним трговачким платформама у својини инвестиционих банака износио око 2% од укупног обима трговине акцијама на европским берзама. Даља фрагментација места трговине била је последица постојања великог броја активних берзи широм света, будући да је свака земља имала сопствена правила трговања, што је допринело даљем развоју трговачких платформи и система интерног трговања. Процењено је да је 2008. године у САД постојало 68 алтернативних система трговине. Како је растао удео алтернативних система трговине на

По узору на MiFID, Закон о тржишту капитала 2011. године омогућио је оснивање мултилатералних трговачких платформи. Нови Закон о тржишту капитала из 2021. године дефинише мултилатералну трговачку платформу као вишестрани систем којим управља инвестиционо друштво или организатор тржишта и који унутар система и у складу са обавезујућим правилима повезује понуде за куповину и понуде за продају финансијских инструмената више заинтересованих трећих лица на начин који доводи до закључења уговора у складу са овим законом.¹⁴ Имајући у виду да је МТП обична ствар (објект права) јер се састоји од опреме (нпр. компјутери и каблови) и електронске мреже комуникације, која омогућава великом броју професионалних трговаца да међу собом обављају купопродају хартија од вредности изван берзе, неопходно је да има организатора (правни субјект) који ће њоме управљати и одржавати је.¹⁵ Закон је предвидео могућност, да поред берзе, мултилатералну трговачку платформу може организовати и управљати њоме инвестиционо друштво, које је претходно регистровано и добило дозволу надлежног органа на тржишту капитала. Иако се неретко делатност управљања мултилатералном трговачком платформом третира као инвестициона услуга коју пружа инвестиционо друштво, регулаторни режим МТП уподобљава се режиму регулисаних тржишта (берзи), изузев правила која се односе на пријем хартија од вредности у трговање.¹⁶ Стога, инвестиционо друштво које управља МТП није дужно да свакодневно организује трговину хартијама од вредности, нити да објављује извештаје о извршеним трансакцијама. Осим тога, инвестиционо друштво које управља МТП нема обавезу да организује јавно надметање, нити да утврђује курсеве. Међутим, инвестиционо друштво је обавезно да има правила о трговини која омогућавају равноправност свих њених учесника.¹⁷ С тим у вези, инвестициона друштва и организатори тржишта који управљају МТП дужни су да успоставе транспарентна правила којима уређују критеријуме финансијских инструмената којима се може трговати унутар њихових места трговања. Од инвестиционих друштава и организатора тржишта који управљају МТП-ом захтева се да успоставе механизме за јасно препознавање и савладавање могућих негативних последица на деловање МТП-а или на њихове власнике и кориснике које би сукоб интереса између интереса МТП-а, њихових власника или инвестиционог друштва или

тржиштима капитала, повећавала се њихова способност да се надмећу с берзама у остваривању ликвидности тржишта. R. C. Michie, 490–497.

14 Закон о тржишту капитала, чл. 2 ст. 1 тач. 26.

15 Н. Јовановић, 251.

16 N. Moloney, 464.

17 Н. Јовановић, 251–252.

организатора тржишта који управља МТП-ом могао имати на редовно функционисање МТП-а.¹⁸

Мултилатерална трговачка платформа послује према правилима која се примењују на инвестициона друштва, осим када је регулисано тржиште (берза) организатор МТП. У том случају не постоји обавеза прибављања посебне дозволе од надлежног регулаторног органа, будући да се испуњењем законом прописаних услова за регулисано тржиште остварују услови и за МТП, с обзиром на то да су услови за оснивање и управљање регулисаним тржиштем строжи наспрам услова за оснивање и управљање МТП.¹⁹ Када је берза организатор МТП, захтева се исти износ минималног капитала као за организатора регулисаног тржишта, тј. милион евра у динарској противвредности.²⁰ С друге стране, ако инвестиционо друштво намерава да отпочне пружање услуге управљања МТП неопходно је да претходно добије дозволу надлежног регулаторног органа, при чему мора испунити услове који се иначе траже за оснивање инвестиционог друштва. Приликом одлучивања о издавању дозволе инвестиционом друштву за управљање МТП-ом, Комисија ће ценити да ли је друштво испунило прописане услове који се тичу општих аката; документације о оснивачима; оснивачког капитала; порекла капитала; лица која поседују квалификовано учешће у друштву, укључујући врсту, износ и проценат тог учешћа, као и податке о лицима са којима су лица која поседују квалификовано учешће блиско повезана и податке о тој повезаности; квалификација, искуства и пословне репутације чланова органа управе; кадровске и организационе оспособљености и техничке опремљености; програма пословања; чланства у Фонду за заштиту инвеститора; уплаћеној накнади Комисији; квалификованом учешћу.²¹

За разлику од пређашњег Закона о тржишту капитала, нови Закон је изричито забранио овлашћеним банкама обављање послова организатора МТП и организатора ОТП.²² Поменута одредба је у супротности са MiFID II. Узимајући у обзир досадашњи монопол берзе у организовању

18 Директива о тржиштима финансијских инструмената 2014, чл. 18 ст. 2 и 4.

19 Н. Јовановић, 252.

20 Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић, *Компанијско право – право привредних субјеката*, 3. издање, Београд, 2023, 654.

21 Закон о тржишту капитала, чл. 150 и 151; Правилник о давању дозволе за обављање делатности инвестиционог друштва, чл. 7.

22 Закон о тржишту капитала, чл. 228, ст. 3. Наиме, Закон о тржишту капитала из 2011. године није изричито уредио питање могућности овлашћених банака да буду организатори МТП. Стога је Комисија за хартије од вредности својим правилником забранила овлашћеним банкама да обављају послове организатора МТП. Правилник о давању дозволе за обављање делатности инвестиционог друштва, *Службени гласник РС*, бр. 89/2011, 3/2016, 13/2018 и 59/2019, чл. 15 ст. 2. Упор. са Н. Јовановић, 274–275, фн. 98.

трговине хартијама од вредности на домаћем тржишту капитала, очекивано је да се законодавац руководи забраном овлашћеним банкама да буду организатори МТП и ОТП, како би се спречило формирање нових конкурената берзи, што је у потпуности супротно Директиви о тржиштима финансијских инструмената и реорганизацији места трговине, а све с циљем подстицања тржишне конкуренције. С друге стране, забраном овлашћеним банкама да буду организатори и управитељи МТП и/или ОТП онемогућавају се банке да претерано ризикују позјамљеним капиталом својих депонената путем улагања у тржиште капитала које саме организују и тиме изазивају сукоб личног интереса са интересом својих улагача. Осим тога, Директива предвиђа да МТП могу прихватити као чланове или кориснике инвестициона друштва и овлашћене банке којима је издата дозвола за рад на основу Директиве о адекватности капитала, као и друга лица која имају добру репутацију, довољно стручних квалификација, компетенција и искуства у трговању хартијама од вредности, одговарајуће организационе аранжмане и довољно средства за активности које ће предузимати.²³

III Организована трговачка платформа

Глобална економска криза из 2007. године разоткрила је слабости у регулисању трговања дужничким финансијским инструментима. Вишеструке технолошке иновације и све већа комплексност алтернативних система трговине захтевали су виши ниво заштите инвеститора. То се превасходно односило на промет финансијских деривата на местима трговине која су била изван режима MiFID I. У међувремену уочено је да модел класификације алтернативних система трговине није на адекватан начин обухватио све сличне функције трговања акцијама, што је водило повећаном ризику од регулаторне арбитраже и нарушавања конкуренције.²⁴ Стога је било неопходно ревидирати дотадашњи режим организовања алтернативних система трговине. Као одговор на глобалну кризу, MiFID II успоставио је нови правни оквир регулисања тржишта капитала, што је последично изменило дотадашњи начин функционисања тржишта капитала у ЕУ. Основни постулат MiFID II је регулисање свих платформи за трговање финансијским инструментима на јединствен начин.²⁵ Како би се повећала транспарентност и ефикасност тржишта капитала Европске уније, те хармонизовао

23 N. Moloney, 477.

24 *Ibid.*, 446–449.

25 Lukasz Prorkowski, „MiFID II compliance – are we ready“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Nr. 2/2015, 196.

простор деловања различитих места која нуде вишестране услуге трговања, било је неопходно увести нову категорију места трговања – организовану трговачку платформу, намењену искључиво за промет дужничких (облигационоправних) финансијских инструмената.²⁶ Организована трговачка платформа (*organized trading facilities*) по први пут је правно регулисана Директивом о тржиштима финансијских инструмената 2014. године, поред већ постојећих места трговања – регулисано тржиште (берза) и мултилатерална трговачка платформа. По узору на MiFID II, Закон о тржишту капитала из 2021. године уредио је организовану трговачку платформу. Закон дефинише организовану трговачку платформу као алтернативни вишестрани систем трговине који није регулисано тржиште или мултилатерална трговачка платформа, а у оквиру којег се повезују понуде за куповину и понуде за продају обвезница, структурираних финансијских производа, емисионих јединица или изведених финансијских инструмената (деривата) заинтересованих трећих лица, на начин који доводи до закључења уговора.²⁷ За разлику од регулисаног тржишта и МТП-а, на ОТП-у не може се организovati трговање власничким хартија од вредности. Правни режим ОТП креиран је тако да обухвати сву трговину која се одвија на организованим местима трговине (осим регулисаног тржишта и МТП), изузев *ad hoc* билатералне трговине између уговорних страна које се не одвијају на организованом месту.²⁸

Правни режим успостављен MiFID II/MiFIR третира регулисана тржишта, МТП и ОТП готово на истоветан начин. Међутим, у поређењу с регулисаним тржиштем и МТП-ом, ниво заштите учесника у ОТП-у је на најнижем нивоу, имајући у виду да је ОТП поприлично либерално уређен облик организованог тржишта.²⁹ Правни положај ОТП се разликује се у односу на регулисана тржишта и МТП у погледу дискреционих правила за извршење налога клијената. Наиме, док су организатори регулисаног тржишта и МТП обавезни да поступају недискреционо у извршењу налога клијената, организатор ОТП има дискреционо право при извршењу клијентових налога, с обзиром на то да може преусмерити налоге на друга места трговине, те да контролише приступ њиховим системима за извршење налога.³⁰ Такође, MiFID II/MiFIR ограничио је ОТП трговање за недеривативне финансијске инструменте, условававајући да уколико су обвезнице, структурирани

26 Уредба о тржиштима финансијских инструмената, пара. 8.

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

28 N. Moloney, 450, 464.

29 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић, 654.

30 N. Moloney, 450.

финансијски производи и емисионе јединице примљене у котацију на регулисаном тржишту или МТП, њима се може трговати на ОТП само под условом да је налог био велики.³¹

Организована трговачка платформа подлеже низу ограничења у погледу начина вршења дискреционог права. Инвестиционо друштво које управља ОТП-ом може искористи дискреционо право само у законском прописаним случајевима: 1) приликом одлучивања о испостављању или повлачењу налога на ОТП-у којим управља; и/или 2) када одлучи да не повезује одређени налог клијента са другим налозима који су у датом тренутку доступни у системима, под условом да поштује конкретна упутства добијена од клијента и обавезе о извршењу налога под најповољнијим условима.³² Дакле, организатор ОТП мора поступати на дискреционој основи при извршењу налога клијената, јер, у супротном, примениће се правила која се односе на МТП.³³

Инвестиционо друштво и организатор тржишта који управља ОТП-ом у обавези је да успостави механизме који спречавају извршење налога клијената на ОТП-у на терет сопственог капитала инвестиционог друштва или организатора тржишта који управља ОТП-ом, или било ког субјекта који је део исте групе или правног лица као инвестиционо друштво или организатор тржишта. Инвестиционим друштву или организатору тржишта који управља ОТП-ом допуштено је да тргује за сопствени рачун упаривањем налога обвезницама, структурираним финансијским производима и одређеним изведеним финансијским инструментима, само уколико се клијент са тим поступком претходно сагласио.³⁴ Када су предмет трговине државне облигационоправне хартије од вредности за које не постоји ликвидно тржиште, инвестиционо друштво или организатор тржишта који управља ОТП-ом може трговати за сопствени рачун и без упаривања налога.³⁵

За добијање дозволе за пружање услуга управљања ОТП-ом, инвестиционо друштво и организатор тржишта морају испунити законом прописане услове који су истоветни условима за управљање МТП-ом, а односе се на власничку, кадровску и организациону структуру, минимални капитал, заштиту клијената. У случају када је берза организатор

31 *Ibid.*, 456.

32 Закон о тржишту капитала, чл. 175 ст. 10; Директива о тржиштима финансијских инструмената 2014, чл. 20 ст. 6.

33 N. Moloney, 465.

34 Закон о тржишту капитала, чл. 175 ст. 1–2; Директива о тржиштима финансијских инструмената 2014, чл. 20 ст. 1–2.

35 Закон о тржишту капитала, чл. 175 ст. 5; Уредба о тржиштима финансијских инструмената, пара. 9.

ОТП не постоји обавеза прибављања посебне дозволе од надлежног регулаторног органа, будући да се испуњењем законом прописаних услова за берзу реализују услови и за ОТП, узимајући у обзир да су услови за оснивање и управљање берзом строжи наспрам услова за оснивање и управљање ОТП. У ситуацији када инвестиционо друштво подноси захтев за издавање дозволе за управљање ОТП-ом, Комисија за хартије од вредности може по сопственој процени захтевати од тог инвестиционог друштва додатне информације и образложења, попут: 1) зашто систем не одговара берзи, МТП-у или систематском посреднику и не може да послује као један од ових система; 2) детаљан опис на који начин ће се примењивати дискреционо право, посебно када се налог на ОТП-у може повући; 3) када и како ће се два или више налога клијента упарити унутар ОТП-а; 4) употребе истовремене куповине и продаје за сопствени рачун или трговања за сопствени рачун упаривањем налога. Комисија прати трговање за сопствени рачун упаривањем налога које врши инвестиционо друштво или организатор тржишта како би се осигурало да је у складу с дефиницијом таквог трговања и да не доводи до сукоба интереса између инвестиционог друштва или организатора тржишта и клијената.³⁶

Правни режим успостављен MiFID II/MiFIR, а такође инкорпорисан у домаће законодавство, не дозвољава инвестиционом друштву да истовремено управља ОТП-ом и систематским посредником. ОТП се не повезује са систематским интернализатором на начин којим би се омогућило повезивање налога на ОТП-у и налога или понуда код систематског интернализатора. Даље, ОТП се не повезује с другим ОТП-ом на начин који би омогућио повезивање налога на различитим ОТП-има.³⁷

IV Систематски посредник

Делатност систематског интернализатора на нивоу Европске уније први пут је регулисана Директивом о тржиштима финансијских инструмената 2004. године. Озакоњењу делатности систематског интернализатора претходиле су научне расправе широм ЕУ у погледу предложеног режима. Наиме, већина држава чланица ЕУ инсистирала је на прецизнијем дефинисању делатности систематског посредника, првенствено на режиму објављивања информација о трговини којем

36 Закон о тржишту капитала, чл. 175 ст. 12 и 13; Директива о тржиштима финансијских инструмената 2014, чл. 20 ст. 7.

37 Закон о тржишту капитала, чл. 175 ст. 6; Директива о тржиштима финансијских инструмената 2014, чл. 20 ст. 4.

подлежу берзе и организатори МТП-а и ОТП-а, како би се минимизирали ризици од регулаторне арбитраже, будући да је делатност систематског интернализатора комплекснија и ризичнија од дилерске делатности (послови препродаје хартија од вредности). Усвојено је компромисно решење према којем систематски посредник има обавезу објављивања информација само у погледу предузетих послова (*post-trade transparency*), док нема обавезу објављивања података о текућим понудама и потражњама својих клијената, те обима котације (*pre-trade transparency*).³⁸

Последица глобалне економске кризе огледала се у измени дотадашње регулативе у погледу објављивања обавезујућих понуда за систематске посреднике. Наиме, Уредба о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године обавезује инвестициона друштва да објављују обавезујуће понуде у вези са обвезницама, структурираним финансијским производима, емисионим јединицама и изведеним финансијским инструментима којима се тргује на месту трговања, а за које су они систематски интернализатори, и за које постоји ликвидно тржиште. Ако не постоји ликвидно тржиште за побројане дужничке финансијске инструменте, систематски интернализатори објављују понуде својим клијентима на њихов захтев.³⁹ Делегираном Уредбом о организационим захтевима и условима пословања инвестиционих друштава дужност објављивања обавезујућих понуда систематских интернализатора проширена је на акције, депоноване хартије од вредности и сертификате.⁴⁰ Тиме су обавезношћу систематског посредника да објављује понуде обухваћене све врсте финансијских инструмената.⁴¹ Систематски посредници објављују своје понуде редовно и континуирано током уобичајеног времена трговања. Такође, систематски интернализатори могу ажурирати своје понуде у сваком моменту, а у изузетним тржишним околностима – могу их повући.⁴²

38 N. Moloney, 457; Н. Јовановић, 258.

39 Уредба о тржиштима финансијских инструмената чл. 18 ст. 1 и 2.

40 Уредба о организационим захтевима и условима пословања инвестиционих друштава (*Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU 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, OJ L 87, 31. 3. 2017*), чл. 12 ст. 1.

41 На овом месту ваља запазити да је домаћи законодавац номотехнички целисходније уредио питање објављивања обавезујућих понуда, с обзиром на то да није набрајао све врсте финансијских инструмената, имајући у виду да су у уводним члановима Закона дефинисане све врсте финансијских инструмената, те да није било неопходно поименично наводити све инструменте. Видети чл. 233 ст. 1 и 2 у вези са чл. 2 ст. 1 тач. 19.

42 Уредба о тржиштима финансијских инструмената, чл. 18 ст. 3; Закон о тржишту капитала, чл. 233 ст. 3 и 4.

По узору на Директиву о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године, нови Закон о тржишту капитала увео је систематског интернализатора у домаћи правни систем.⁴³ Систематски посредник или интернализатор је инвестиционо друштво које, без управљања вишестраним системом трговине, на организован начин, учестало и систематично, и у значајном обиму тргује за сопствени рачун, извршавајући налоге клијената изван регулисаног тржишта, МТП-а или ОТП-а.⁴⁴ Заправо, систематски посредник је професионални трговац који ван регулисаног тржишта и вишестраних платформи трговине обавља делатност куповине финансијских инструмената за свој рачун од клијената како би их препродао трећим лицима на тржишту по вишим ценама.⁴⁵ Како би се обезбедила објективна и ефикасна примена систематског посредника на инвестициона друштва, неопходно је узети у обзир свако билатерално (двострано) трговање. Међутим, уколико инвестиционо друштво само повремено тргује за свој рачун с клијентима изван регулисаног тржишта, МТП-а и ОТП-а, не може се сматрати систематским интернализатором. Стога је претходно потребно јасно одредити критеријуме које инвестиционо друштво мора испунити како би се регистровало као систематски интернализатор. Првенствено, систематски посредник своју делатност мора обављати на организован и систематичан начин, учестало и у значајној мери. Такође, активност систематског посредника не сме бити заснована на недискреционим правилима.⁴⁶ Дали је трговање „учестало“ или „систематско“ је квантитативна процена, утемељена према обиму трговине финансијских инструмената које је извршило инвестиционо друштво за сопствени рачун извршавањем налога клијената. Како је одредба MiFID I у погледу квантификавања учесталости и систематичности трговања била непрецизна и недоречена, за последицу је имала веома мали број инвестиционих друштава у Европској унији која су била регистрована за обављање послова систематског посредника. Поменути нејасноћу отклонила је MiFID II директива, према којој инвестициона друштва која настоје да се региструју као систематски интернализатори су обавезни да у *значајној мери* тргују за сопствени рачун.⁴⁷

43 Марија Вићић, „Нови Закон о тржишту капитала Србије и хармонизација са MiFID II“, *Евројско законодавство*, бр. 77–78/2022, 135. У домаћој правној науци постоји мишљење да је систематски интернализатор заправо уведен Законом о тржишту капитала 2011. године, при чему га је законодавац на смушен и невешт начин допустио, али га није уопште регулисао. Више о томе вид. Н. Јовановић, 265–267.

44 Закон о тржишту капитала, чл. 2 ст. 1 тач. 24.

45 Н. Јовановић, 254.

46 Petri Mäntysaari, *Stocks for All: People's Capitalism in the Twenty-First Century*, Berlin – Boston, 2022, 338.

47 Учестао обим трговања одређује се бројем ОТП трговања финансијских инструмената које за сопствени рачун оствари инвестиционо друштво када извршава

И док су места трговања платформе на којима се сучељавају вишеструки интереси трећих лица за куповину и продају, систематском посреднику никако се не би смело допустити да сучељава интересе трећих лица за куповину и продају на функционално истоветан начин као места трговања.⁴⁸ Стога, систематски посредник не сме одржавати интерни систем упаривања налога којим се извршавају налози клијената на мултилатералној основи, будући да би за такву активност била потребна дозвола за рад као мултилатерална трговачка платформа. У том контексту, систем интерног упаривања јесте систем за упаривање налога клијената, што има за последицу да инвестиционо друштво извршава трансакције упаривањем налога редовно, а не само повремено. Кључна разлика између пословања мултилатералне трговачке платформе и делатности систематског посредника јесте та да систематски посредник не сме имати интерни систем упаривања налога који одговара упаривању налога на мултилатералној основи.⁴⁹

Насупрот регулисаним тржиштима и вишестраним трговачким платформама које су организована тржишта, систематски интернализатор је, заправо, препродавац финансијских инструмената на неорганизованом тржишту. Систематски посредник на неорганизованом тржишту има улогу коју на регулисаном тржишту имају маркет мејкери (одржаваоци тржишта, тржишни снабдевачи).⁵⁰ Следствено томе, услови који се захтевају од инвестиционог друштва приликом започињања делатности систематског посредника истоветни су условима који су прописани за маркет мејкера. Ти услови тичу се његове кадровске и организационе структуре (управа, велики власници), минималног капитала (730.000 евра у динарској противвредности), као и заштите клијената

налоге својих клијената. Значајна мера трговања за сопствени рачун процењује се: 1) обимом ОТЦ трговања наспрам укупног обима трговања инвестиционог друштва одређеним финансијским инструментом или 2) обимом ОТЦ трговања инвестиционог друштва наспрам укупног трговања у ЕУ одређеним финансијским инструментом. Наведена одредба примениће се на систематског интернализатора само уколико су прекорачене унапред одређене границе за учесталу трговину, односно оне за значајнију меру, или ако инвестиционо друштво самовољно одлучи да се на њега примењује режим систематског интернализатора. N. Moloney, 467; Директива о тржиштима финансијских инструмената, чл. 4 ст. 1 тач. 20. С циљем обезбеђивања објективне и ефикасне примене дефиниције у *значајној мери*, Делегираном Уредбом о организационим захтевима и условима пословања инвестиционих друштava процентуално је одређено учешће у промету за сваку врсту финансијског инструмента, чиме је одредница у *значајној мери* јасно и прецизно квантификована (чл. 12–16).

48 Директива о тржиштима финансијских инструмената, пар. 17.

49 P. Mäntysaari, 338.

50 Alastair Hudson, *Securities Law*, London, 2008, 58.

(чланство у фонду за обештећење инвеститора).⁵¹ Након испуњења прописаних услова, Комисија за хартије од вредности издаће му дозволу за обављање делатности систематског посредовања. На нивоу Европске уније, у надлежности Европског надзорног тела за хартије од вредности и тржиште капитала (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) је да води и одржава попис свих систематских интернализатора који послују у ЕУ.⁵²

V Алгоритамско и високофреквентно трговање

Технолошки напредак и убрзани развој дигитализације на финансијским тржиштима допринео је масовној употреби алгоритамског трговања претходне две деценије. Реформе су изнедриле нови облик финансија, у којем комплексни математички модели обрађени помоћу компјутера имају круцијалну улогу у доношењу одлука које се тичу алокације капитала и процене ризика.⁵³ Данас је трговина финансијским инструментима готово аутоматизована.⁵⁴ Приближно три четвртине укупне трговине на америчким берзама обављају алгоритми. Алгоритамско трговање јесте поступак у коме се компјутерски алгоритми користе за праћење трговине на берзама и вишестраним системима трговине, као и за извршавања трансакција на основу одређених параметара. Најједноставнија врста алгоритма, *algo*, употребљава се за разлагање великих трансакција у мање како би се смањили трошкови трговања. Уколико је један налог за куповину или продају превелики у односу на количину тих хартија од вредности којима се редовно тргује, подношење налога одједном може изменити њихову цену на тржишту. Да би се то избегло, инвестициона друштва користе алгоритме како би трансакцију разбили у делове који се могу обавити постепено према цени хартије, времену, обиму или другим чиниоцима. У наведеној ситуацији, одлуку да се изврши куповина или продаја одређене количине хартија од вредности доноси трговац (инвестиционо друштво), док алгоритам извршава саму трансакцију. С друге стране, постоје ситуације у којима компјутери самостално извршавају сложене операције на тржишту

51 Н. Јовановић, 255.

52 N. Moloney, 479.

53 Tom C. W. Lin, „The New Investor“, *UCLA Law Review*, Nr. 3/2013, 689.

54 У стручној литератури преовладава став према којем је алгоритамско трговање и аутоматизовано трговање истоветно. Поједини аутори, међутим, разликују аутоматизовано трговање и алгоритамско трговање, употребљавајући термин алгоритамско трговање само за праксу поделе великих налога за извршење преко алгоритма по цени, року или обиму, док остале тржишне праксе попут проналажења арбитражних прилика третирају као аутоматизовано трговање.

без икаквог људског уплитања. Компјутери су тако програмирани да аутоматски „хватају и читају“ тржишне податке у реалном времену, преносећи хиљаде налога у секунди за продају, те извршавају, отказују или замењују налоге на основу нових информација о ценама или потражњи.⁵⁵ Све већи број учесника на тржиштима капитала широм света користи алгоритамско трговање, у којем софтверски програм аутоматски извршава налоге уз минимално посредовање професионалних трговаца. Инвестиционо друштво које користи алгоритамско трговање у оквиру стратегије одржавања тржишта, требало би континуирано да спроводи тржишно снабдевање током одређених броја сати берзанског састанка у одређеном месту трговања (нпр. МТП, ОТП).⁵⁶

Упркос вишеструким погодностима компјутерске технологије и дигитализације, треба сагледати и ризике који произлазе из алгоритамског трговања. Регулаторна тела ЕУ и САД приступила су регулисању алгоритамског трговања тек након Муњевитог (Блиц) краха (*Flash Crash*) који се одиграо 6. маја 2010. године.⁵⁷ На нивоу ЕУ алгоритам-

55 Т. С. W. Lin, 689.

56 Директива о тржиштима финансијских инструмената, пара. 59.

57 Дана 6. маја 2010. године, канзашки трговац инвестиционим фондовима Водел и Рид (*Waddell & Reed Financial Inc.*) иницирао је продају 75.000 Е-мини фјучерса на S&P 500 процењених на 4,1 милијарду долара (Е-мини су мањи фјучерс уговори, величине једне петине регуларних фјучерс уговора). Како би извршење тако обимне трансакције одједном могло да поремети тржиште, Водел и Рид су употребили продајни алгоритам, како би продају разбили на мање трансакције, што је уосталом устаљена тржишна пракса. Алгоритам је био повезан са свеукупним обимом Е-минија продатих на берзи, с упутством да продају изврши на девет процената обима трговања у претходном минути. Међутим, продајни алгоритам није добио никакве инструкције у погледу рока или цене, што је превид који је иницирао слом тржишта. Високофреквентни трговци куповали су Е-миније које је алгоритам продаје пласирао на тржиште, и убрзано их препродавали, настојећи да зараде на разлици у цени. То је за последицу имало повећање обима Е-минија којима се трговало на берзи. Имајући у виду да је брзина којом је алгоритам продавао Е-миније била везана за обим, а не за цену или рок, алгоритам је самовољно убрзао продају и пласирао додатне количине Е-минија на тржиште. Без заинтересованих купаца за додатне Е-миније, њихова цена је опала за три процента након само четири минута. За само 14 секунди, алгоритми су разменили 27.000 Е-мини уговора. Суноврат Е-минија попут ланчане реакције изазвао је колапс и на другим америчким тржиштима, све док на Чикашкој меркантилној берзи није заустављено трговање Е-минија на пет секунди, не би ли се омогућило тржиштима да се поврате. Блиц крах је указао на опасност која прети када алгоритамско трговање ступи у интеракцију са комплексним окружењем при невероватним брзинама. Епилог овог Муњевитог краха је тај, да је Комисија за хартије од вредности и берзе (*Securities and Exchange Commission – SEC*) 2012. године увела тзв. прекидаче кола „горња граница – доња граница“ за поједине финансијске инструменте, како би спречила драматичне промене њихових цена изазваних алгоритамским трговањем. Међутим, прекидачи кола не спречавају иницијалне проблеме, али могу спречити разарајуће последице. E.S. Browning, Jenny Strasburg, *The Mutual Fund in the ‘Flash Crash’, The*

ско трговање први пут је регулисано Директивом о тржиштима финансијских инструмената 2014. године. Директива је наметнула строже захтеве за места трговања и инвестициона друштва која се баве алгоритамским трговањем и високофреквентним трговањем.

Препознајући савремене тенденције на глобалним тржиштима капитала, Закон о тржишту капитала је 2021. године предвидео алгоритамско трговање одређујући га као трговање финансијским инструментима у којем компјутерски алгоритам аутоматски одређује појединачне параметре налога, време извршења налога, цену или количину налога или начин управљања налогом по пријему, с ограниченом или без људске интервенције. Законом је јасно дефинисано да алгоритамско трговање не укључује системе који се употребљавају 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.⁵⁸

Закон је, такође, омогућио високофреквентно трговање, као специјализовани тип алгоритамског трговања, које се одвија превеликим брзинама да би их људи уопште и приметили. Техника високофреквентног алгоритамског трговања је 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 које представљају налоге, понуде или отказивања.⁵⁹

Дакле, високофреквентно трговање је техника алгоритамског трговања чији систем за трговину невероватном брзином анализира податке или сигнале с тржишта и потом, као одговор на ту анализу, шаље или ажурира велику количину налога у кратком року. Високофреквентно алгоритамско трговање обично обављају инвестициона друштва која користе сопствени капитал за трговање, а који подразумева коришћење софистициране технологије за спровођење традиционалних стратегија трговања попут тржишног снабдевања (маркет мејкинг) или арбитражних послова.⁶⁰ Брзина је кључни фактор високофреквентног трговања.

Wall Street Journal, доступно на адреси: <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704689804575536513798579500>, 5. 4. 2023; Tom C. W. Lin, „The New Financial Industry“, *Alabama Law Review*, Nr. 3/2014, 581–582.

58 Закон о тржишту капитала, чл. 2 ст. 1 тач. 49.

59 Закон о тржишту капитала, чл. 2 ст. 1 тач. 50.

60 P. Mäntysaari, 339.

Наиме, високофреквентно трговање одвија се брзинама које се мере микросекундама, чиме се креира потпуно ново пословно окружење, у којем се тржишна утакмица одвија надљудским брзинама пријемчивим само машинама. Сходно томе, високофреквентно трговање поједностављује закључење равнатељских, односно арбитражних берзанских послова трговцима хартија од вредности, имајући у виду могућност праћења огромних количина података. Када алгоритам „уочи“ да у одређеном моменту постоје различити курсеви исте котиране хартије од вредности на два тржишта, може послати налог трговцу да је купи на тржишту где јој је цена нижа, како би је одмах препродао на другом тржишту где јој је цена виша, зарађујући тиме на разлици у цени (маржи).⁶¹ Трговци специјализовани за високофреквентно трговање настоје да обезбеде софистицираније компјутерске софтвере за претраживање различитих цена истих котираних хартија од вредности на различитим тржиштима, како би обављали трговање великог обима у милионским деловима секунде користећи сопствени капитал. С тим у вези, трговци инвестирају у савремене технологије и комуникацију како би остварили макар и маргиналну предност на тржишту у погледу брзине.⁶² Како је расла конкурентност између инвестиционих друштава који су се укључивали у посао високофреквентног трговања, тако су опадали трошкови софтвера високофреквентног трговања. Последишно, високофреквентно трговање подстакло је даљи раст вишестраних система трговине (МТП, ОТП).⁶³

VI Закључак

Финансијска тржишта су доживела поприличан преокрет у односу на глобалну економску кризу 2007. године, чему је посебно допринела дигитализација и немерљив технолошки напредак. Алгоритамско и високофреквентно трговање, које аутоматски усклађује продајне и куповне налоге користећи моћне рачунаре подстакло је даљи раст трговачких платформи (МТП, ОТП). Управо пораст алтернативних места трговине с циљем јачања тржишне конкуренције довео је у питање улогу берзе

61 Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, 253.

62 R. C. Michie, 517.

63 Резултат предузетих активности огледао се у порасту учешћа високофреквентног трговања у периоду од 2005. до 2012. године са 21% на 53% америчког тржишта акција, по обиму активности, док је у Европи учешће високофреквентног трговања у истом периоду порасло са 15% на 37%. До 2012. године, у САД постојало је преко 50 различитих трговачких платформи на којима се обављало високофреквентно трговање. Тадашњи извршни директор Њујоршке ефектне берзе, *Duncan Niederauer*, изјавио је да је тржишна структура невероватно комплексна, те да је практично немогуће креаторима јавних политика или инвеститорима да надгледају комплетан систем трговања. R. C. Michie, 517–518.

(регулисаног тржишта), коју је имала у претходним деценијама. Како би остале конкурентне на тржишту, берзе су биле приморане да одговоре на растућу конкуренцију алтернативних места трговине, тиме што су у потпуности прихватиле електронско трговање с циљем смањења трошкова, повећањем брзине извршења налога примљених у котацију, те омогућавањем повољнијег приступа високофреквентним трговцима. Интензивнију борбу за опстанак берзи, посебно европских, допринео је MiFID I који је регулисао организовање и управљање алтернативним местима трговине. Међутим, упркос интенцијама правног режима MiFID I да uklони националне баријере и подстакне даљу интеграцију јединственог тржишта капитала ЕУ, европско тржиште капитала је остало фрагментисано, са значајним разликама и степеном развијености у државама чланицама ЕУ, као и израженим несугласицама међу државама чланицама ЕУ у погледу сврхе регулисања места трговања.⁶⁴ Чак су и трансакције унутар ЕУ остале расуте на десетинама националних берзи и алтернативних места трговања. Процењује се да је 2019. године постојало преко 200 алтернативних места трговања широм ЕУ.⁶⁵

Правни режим трговања прописан MiFID II/MiFIR из 2014. године је знатно прецизније и свеобухватније регулисан наспрам режима MiFID I. Режим MiFID II/MiFIR је радикално преобликовао режим MiFID I, допуштајући интензивнију интервенцију ЕУ на местима трговања, обезбеђујући да се трговање финансијским инструментима одвија на организованим и транспарентним местима трговања. У ту сврху, MiFID II је проширио постојећу класификацију места трговања, уводећи ново место трговања – организовану трговачку платформу. Режим MiFID II/MiFIR иницијално је дизајниран с намером да преусмери трговину финансијских инструмената на организована места трговања, чиме се смањује простор за трговање на ОТП тржиштима. Увођењем детаљног регулаторног оквира тржишта капитала, MiFID II/MiFIR промовише тржишну конкуренцију и адекватније штити инвеститоре.

У претходном периоду, ефикасном и проактивном законодавном реформом, правни и институционални оквир који се односи на домаће тржиште капитала прошао је свеобухватно и систематизовано унапређивање. Кључни циљ законодавних активности у вези с унапређењем регулаторног оквира био је усклађивање положаја домаћег тржишта капитала са Директивом о тржиштима финансијских инструмената из 2014. године. Доношењем новог Закона и пратећих подзаконских аката постигнут је висок степен усаглашености с принципима

64 Више о успостављању уније тржишта капитала у домаћој правој литератури вид. Татјана Јевремовић Петровић, „Успостављање и јачање уније тржишта капитала ЕУ“, *Право и привреда*, бр. 4/2022, 605–635.

65 R. C. Michie, 528.

и решењима MiFID II, првенствено у погледу реорганизације места трговања (увођење организоване трговачке платформе као новог места трговања), као и нових форми трговања – систематског интернализатора. Закон је, такође, препознао савремене тенденције на глобалним тржиштима капитала, те је допустио и уредио алгоритамско и високофреквентно трговање. Како би се смањили и ублажили могући ризици од учесталог коришћења софистициране технологије, Закон је предвидео посебне мере и облике контроле пословања трговаца који користе технике алгоритамског и високофреквентног трговања, као и мере усмерене на организаторе места трговања којима трговци приступају. Имајући у виду да је примена Закона отпочела у моменту писања овог рада, још увек је немогуће сагледати правни домашај примене новоусвојених решења у пракси, односно формирања ставова надлежних органа у погледу нових института.

Коришћена литература

- Вићић Марија, „Нови Закон о тржишту капитала Србије и хармонизација са MiFID II“, *Евројско законодавство*, бр. 77–78/2022. (Vičić Marija, „Novi Zakon o tržištu kapitala Srbije i harmonizacija sa MiFID II“, *Evropsko zakonodavstvo*, br. 77–78/2022)
- Јевремовић Петровић Татјана, „Успостављање и јачање уније тржишта капитала ЕУ“, *Право и привреда*, бр. 4/2022. (Jevremović Petrović Tatjana, „Uspostavljanje i jačanje unije tržišta kapitala EU“, *Pravo i privreda*, br. 4/2022)
- Јовановић Небојша, *Берзанско право*, Београд, 2009. (Jovanović Nebojša, *Berzansko pravo*, Beograd, 2009)
- Јовановић Небојша, „Нови законодавни „мућак“ Србије у MiFID окружењу“, *Усклађивање пословног права Србије са правом Евројске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011. (Jovanović Nebojša, „Novi zakonodavni „mućak“ Srbije u MiFID okruženju“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2011)* (ur. Vuk Radović), Beograd, 2011)
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Компанијско право – право привредних субјеката*, 3. издање, Београд, 2023. (Jovanović Nebojša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Kompanijsko pravo – pravo privrednih subjekata*, 3. izdanje, Beograd, 2023)
- Lin Tom C. W., „The New Investor“, *UCLA Law Review*, Nr. 3/2013.
- Lin Tom C. W., „The New Financial Industry“, *Alabama Law Review*, Nr. 3/2014.

- Mäntysaari Petri, *Stocks for All: People's Capitalism in the Twenty-First Century*, Berlin – Boston, 2022.
- Michie C. Ranald, *Banks, Exchanges and Regulators – Global Financial Markets from the 1970s*, Oxford, 2021.
- Moloney Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3rd edition, Oxford, 2014.
- Prorkowski Lukasz, „MiFID II compliance – are we ready“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Nr. 2/2015.
- Совиљ Ранко, „Мултилатерална трговачка платформа“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Евројске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011. (Sovilj Ranko, „Multilateralna trgovačka platforma“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2011)* (ur. Vuk Radović), Beograd, 2011)
- Совиљ Ранко, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и љпривреда*, бр. 2/2022. (Sovilj Ranko, „Pravne posledice klimatskih promena na redefinisiranje tržišta kapitala – može li tržište kapitala doprineti ostvarivanju ciljeva niskougljeničnog razvoja?“, *Pravo i privreda*, br. 2/2022)
- Hudson Alastair, *Securities Law*, London, 2008.

Ranko SOVIJ, PhD

Research Associate at the Institute of Social Sciences, Belgrade, Serbia

REORGANIZATION OF TRADING VENUES – HARMONIZATION OF THE NEW CAPITAL MARKET LAW WITH MiFID II

Summary

At the end of 2021, the National Assembly of the Republic of Serbia adopted the new Capital Market Law, which brought numerous novelties and institutes into the national Stock Exchange Law. According to sample of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II), the legislator fulfilled a complete reorganization of the existing capital market by introducing new trading venues – organized trading facilities and systematic intermediaries. Additionally, under the influence of contemporary trends in global capital markets – digitization, platformization and financial innovations, sophisticated trading models like algorithmic trading and high-frequency trading were introduced into national law. Therefore, the aim of this paper is to review and indicate to what extent national law is harmonized with current developments in the capital market, primarily with the MiFID II. Having in mind that the implementation of the Law commenced at the moment of writing this paper, it is still impossible to see the legal scope of the application of the newly adopted solutions in practice and the formation the attitudes of competent authorities regarding new institutes.

Key words: *Capital Market – Multilateral Trading Facilities – Organised Trading Facilities – Systematic Internalizer – Algorithmic Trading.*

Датум пријема рада: 10. 4. 2023.

Датум исправке рада: 27. 4. 2023.

Датум прихватања рада: 12. 5. 2023.