

- *Multikulturalizam i etnicitet*
Goran Bašić
- *Social Culture: Reevaluating the Paradigm*
Ljubomir Hristić
- *Slepe ulice istorije: Elita, (dis)kontinuitet i legitimitet*
Neven Cvetićanin
- *О парадоксу пројреса*
Владимир Ментус
- *Sudskomedicinska veštačenja u teoriji i praksi medicinskog prava*
Hajrija Mujović
- *Nasilje i mi: Mediji o nasilju nad ženama*
Zorica Mršević
- *U susret regionalnoj depopulaciji u Srbiji*
Vladimir Nikitović
- *Генетички и друшћевни основи дискриминације на раду*
Сања Н. Стојковић Златановић
- *Populism, Stabilitocracy and Multiculturalism*
Zoran Lutovac
- *Pravni aspekti nasilja nad starijim osobama*
Marta Sjeničić
- *Демографска анализа утицаја здравствене зашћише и јавној здравља на шренгове смрћности сћановнишћва Србије*
Иван Маринковић
- *Tržišna ekonomija i poslovna kultura: Nemačka i Japan*
Marijana Maksimović
- *Opažanje i čulna spoznaja kod Tome Akvinskog*
Predrag Milidrag
- *Niske stope rađanja i rodne uloge: teorijski okvir i praktični izazovi*
Ankica Šobot
- *Homo experimentalis – geografija socioloških eseja*
Veselin Mitrović
- *Pravni položaj investicionih društava na tržištu kapitala*
Ranko Sovilj



„Imajući u vidu da poslednjih godina u domaćem pravu nije napisano nijedno ozbiljnije naučno delo iz šire, berzanskopravne teme, a da je, u međuvremenu, došlo do značajnije promene pravnog uređenja na prostoru EU koja je svojevrsan uzor domaćem zakonodavcu, monografija dolazi u pravo vreme da putem kvalitetnog prikaza novonastalih zakonodavnih i ekonomskih „okolnosti“ približi čitaocu postojeću pravnu i ekonomsku stvarnost u pogledu investicionih društava“.

prof. dr Svetislav Janković

„U monografiji je na jasan i jezgrovit način predstavljen sistem funkcionisanja i regulatorni okvir investicionih društava. Autor je analizirao sve potrebne institute koji se pojavljuju u toj oblasti, definišući okvir funkcionisanja tržišta kapitala i ulogu investicionih društava na tom tržištu. Stoga će ova monografija predstavljati veoma važno delo i njen naučni doprinos u analizi ove oblasti i daljem proučavanju mnogih instituta koji se ovde pojavljuju jeste nesumnjiv“.

prof. dr Vladimir Čolović

„Poseban doprinos monografije domaćoj pravnoj nauci leži u činjenici da se njome pokazuje velika uloga prava u regulisanju ekonomskih tokova uopšte, a posebno na tržištu kapitala. Imajući u vidu značajne legislativne promene u ovoj oblasti, monografija dolazi u pravo vreme kako bi na celovit način analizirala aktuelne promene i tendencije. Na kraju, potrebno je istaći i da će monografija moći da koristi i studentima različitih nivoa studija, koji se budu posvetili ovoj tematici u okviru svojih programa“.

dr Marko Milenković

www.idn.org.rs

Ranko Sovilj

PRAVNI POLOŽAJ INVESTICIONIH DRUŠTAVA NA TRŽIŠTU KAPITALA

edicija

PRAVNI POLOŽAJ INVESTICIONIH DRUŠTAVA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Ranko Sovilj

monografije



INSTITUT
DRUŠTVENIH NAUKA
Institut od nacionalnog značaja
za Republiku Srbiju

0 autoru

Ranko Sovilj

Završio je osnovne, master i doktorske studije na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu. Od 2016. godine zaposlen je u Institutu društvenih nauka, kao istraživač saradnik Centra za pravna istraživanja, a 2019. izabran je u zvanje naučnog saradnika.

Oblasti njegovog interesovanja obuhvataju berzansko i bankarsko pravo, to jest pravo finansijskih tržišta. Autor je brojnih radova publikovanih u domaćim i inostranim časopisima i zbornicima.

PRAVNI POLOŽAJ INVESTICIONIH DRUŠTAVA
NA TRŽIŠTU KAPITALA

Edicija
Monografije

Urednik edicije
dr Predrag Milidrag

Izdavač
Institut društvenih nauka
Beograd, 2023.

Za izdavača
dr Goran Bašić

Recenzenti
prof. dr Vladimir Čolović
prof. dr Svetislav Janković
dr Marko Milenković

ISBN 978-86-7093-266-1

Monografija je napisana u okviru
Programa istraživanja Instituta društvenih nauka
za 2023. godinu, koji podržava Ministarstvo nauke,
tehnološkog razvoja i inovacija Republike Srbije.

Ranko Sovilj

**PRAVNI POLOŽAJ
INVESTICIONIH DRUŠTAVA
NA TRŽIŠTU KAPITALA**

● monografije

*Mojim roditeljima
Margariti i Petru*

Sadržaj

9	Spisak skraćenica
11	Uvod
17	1. Pojam i uloga finansijskih tržišta
17	1.1 Finansijska tržišta – osnovne karakteristike
19	1.2 Uloga države kao regulatora finansijskih tržišta
22	1.3 Savremene tendencije na finansijskim tržištima
24	1.4 Efikasnost finansijskih tržišta
26	1.5 Organizacija tržišta kapitala
29	1.6 Obeležja srpskog tržišta kapitala
33	2. Istorijiskopravni razvoj i značaj regulisanja položaja investicionih društava
33	2.1 Evolucija pravnog regulisanja položaja investicionih društava
34	2.1.1 <i>Inicijalni počeci pravnog regulisanja položaja investicionih društava</i>
35	2.1.2 <i>Direktiva o investicionim uslugama iz 1993.</i>
38	2.1.3 <i>Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. (MiFID)</i>
42	2.1.4 <i>Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. (MiFID II)</i>
45	2.1.5 <i>Akcionni planovi – uspostavljanje nije tržišta kapitala</i>
48	2.2 Evolucija prudenčijalne regulative – međunarodni izvori prava
49	2.2.1 <i>Bazelski sporazum o kapitalu – Bazel I</i>
52	2.2.2 <i>Bazelski sporazum II</i>
55	2.2.3 <i>Bazelski sporazum III</i>
57	2.3 Uloga međunarodnih finansijskih institucija
57	2.3.1 <i>Forum za finansijsku stabilnost</i>
58	2.3.2 <i>Grupa za finansijski nadzor EU – De Larozijerova grupa</i>
59	2.3.3 <i>Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti</i>
59	2.3.4 <i>Svetska federacija efektivnih berzi</i>
60	2.3.5 <i>Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta</i>
61	2.3.6 <i>Regulatorna uprava za finansijsku industriju</i>
63	2.4 Domaći izvori prava

64	3. Položaj investicionih društava
64	3.1 Pojam i vrste učesnika na tržištu kapitala
67	3.2 Brokersko-dilersko društvo
67	3.2.1 <i>Pojam, pravni položaj i forma brokersko-dilerskog društva</i>
70	3.2.2 <i>Osnivanje brokersko-dilerskog društva</i>
72	3.2.3 <i>Osnivanje filijale brokersko-dilerskog društva</i>
74	3.2.4 <i>Organi uprave brokersko-dilerskog društva</i>
78	3.2.5 <i>Opšta akta brokersko-dilerskog društva</i>
79	3.2.6 <i>Minimalni kapital brokersko-dilerskog društva</i>
81	3.3 Ovlašćena banka
81	3.3.1 <i>Pojam i pravni položaj ovlašćene banke</i>
83	3.3.2 <i>Osnivanje ovlašćene banke</i>
86	4. Delatnost investicionih društava
86	4.1 Delatnost (pravni poslovi) investicionih društava na tržištu kapitala
87	4.2 Brokerski (nalogoprimački) poslovi
87	4.2.1 <i>Posredovanje</i>
89	4.2.2 <i>Zastupanje</i>
91	4.2.3 <i>Komision</i>
93	4.2.4 <i>Izvršenje naloga</i>
94	4.2.5 <i>Ustupanje naloga klijenta</i>
95	4.3 Poslovi upravljanja hartijama od vrednosti i kreditiranje klijenata
98	4.4 Dilerski (kupoprodajni) poslovi
100	4.5 Pokroviteljstvo
103	4.6 Upravljanje alternativnim sredstvima trgovine
105	4.6.1 <i>Upravljanje multilateralnom trgovačkom platformom</i>
108	4.6.2 <i>Upravljanje organizovanom trgovačkom platformom</i>
111	4.6.3 <i>Sistematski posrednik</i>
114	4.6.4 <i>Privremeno isključenje i obustava trgovine sa MTP i OTP</i>
116	4.7 Algoritamsko trgovanje
119	4.8 Trgovina digitalnom imovinom
123	5. Standardi poslovanja investicionih društava
123	5.1 Rizičnost poslovanja investicionih društava
125	5.2 Standardi sigurnog i poštenog poslovanja
129	5.3 Odnos investicionog društva i klijenata

130	5.3.1 <i>Dužnost postupanja u najboljem interesu klijenata</i>
131	5.3.2 <i>Izbegavanje sukoba interesa</i>
134	5.3.3 <i>Uzroci nastanka sukoba interesa</i>
136	5.3.4 <i>Načini rešavanja sukoba interesa</i>
140	5.4 <i>Odgovornost investicionog društva</i>
141	5.5 <i>Prestanak investicionog društva</i>
145	6. Nadzor i tržišna disciplina
145	6.1 <i>Pravni domašaj nadzora na tržištu kapitala</i>
151	6.2 <i>Pretnja sistemskog rizika – pojačana opreznost nadzornih organa na tržištu kapitala</i>
156	6.3 <i>Institucije za sprovođenje nadzora u Evropskoj uniji</i>
158	6.3.1 <i>Evropski odbor za sistemski rizik</i>
159	6.3.2 <i>Evropski sistem za finansijski nadzor</i>
162	6.3.3 <i>Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržište kapitala</i>
164	6.4 <i>Nadzor komisije na domaćem tržištu kapitala</i>
170	6.5 <i>Tržišna disciplina</i>
175	7. Zaključak
183	Literatura
195	Indeks pojmova

SPISAK SKRAĆENICA

- ACP** – *Autorité de Contrôle Prudentiel* (Uprava za prudencijalni nadzor Francuske)
- AFM** – *Autoriteit Financiële Markten* (Uprava za finansijska tržišta Holandije)
- AMF** – *Autorité des Marchés Financiers* (Uprava za finansijska tržišta Francuske)
- ASEF** – *Association of American Stock Exchange Firms* (Udruženje američkih brokersko-dilerskih društava)
- BB** – Beogradska berza
- BIS** – *Bank for International Settlements* (Banka za međunarodna poravnanja)
- CAD** – *Capital Adequacy Directive* (Direktiva o adekvatnosti kapitala investicionih društava i kreditnih institucija)
- CEBS** – *Committee of European Banking Supervisors* (Evropski komitet supervizora za bankarstvo)
- CEIOPS** – *Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors* (Evropski komitet supervizora za osiguranje i penzije)
- CESR** – *Committee of European Securities Regulators* (Evropski regulatorni komitet za hartije od vrednosti)
- CRHOV** – Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti
- Dod-Frenkov zakon** – *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Zakon o reformi Volstrita i zaštiti korisnika finansijskih usluga u SAD)
- EBA** – *European Banking Authority* (Evropska uprava za bankarstvo)
- EBF** – *European Banking Federation* (Evropsko bankarsko udruženje)
- EIOPA** – *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (Evropska uprava za osiguranje i penzijske fondove)
- ESA** – *European Supervisory Authorities* (Evropska uprava za nadzor)
- ESFS** – *European System of Financial Supervisors* (Evropski sistem za finansijski nadzor)
- ESMA** – *European Securities and Markets Authority* (Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržišta)
- ESRB** – *European Systemic Risk Board* (Evropski odbor za sistemski rizik)
- EU** – Evropska unija
- FCA** – *Financial Conduct Authority* (Uprava za finansijsko ponašanje Velike Britanije)
- FED** – *Federal Reserve System* (Federalne rezerve SAD)
- FINRA** – *Financial Industry Regulatory Authority* (Regulatorna uprava za finansijsku industriju)

- FSA** – *Financial Services Authority* (Uprava za finansijske usluge Velike Britanije)
- FSAP** – *Financial Services Action Plan* (Akcioni plan za finansijske usluge iz 1999)
- FSF** – *Financial Stability Forum* (Forum za finansijsku stabilnost)
- IBA** – *Investment Bankers Association of America* (Udruženje investicionih bankara Amerike)
- ICO** – *Initial Coin Offering* (Inicijalna ponuda tokena)
- IOSCO** – *International Organization of Securities Commissions* (Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti)
- JCESA** – *Joint Committee of the European Supervisory Authorities* (Zajednički komitet evropskih nadzornih uprava)
- Komisija** – Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije
- MiFID I** – *Markets in Financial Instruments Directive* (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004)
- MiFID II** – *Markets in Financial Instruments Directive II* (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014)
- MiFIR** – *Markets in Financial Instruments Regulation* (Uredba (regulativa) o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014)
- MMF** – Međunarodni monetarni fond
- MTP** – *Multilateral trading facilities* (Multilateralna trgovačka platforma)
- NASD** – *National Association of Securities Dealers* (Nacionalna asocijacija trgovaca hartijama od vrednosti)
- OECD** – *Organization for Economic Co-operation and Development* (Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)
- OTC** – *Over the Counter Market* (Šaltersko (vanberzansko) tržište)
- OTP** – *Organized trading facilities* (Organizovana trgovačka platforma)
- PRA** – *Prudential Regulation Authority* (Uprava za prudencijalnu kontrolu Velike Britanije)
- SEC** – *Securities and Exchange Commission* (Komisija za hartije od vrednosti i berze SAD)
- SIA** – *Securities Industry Association* (Udruženje za sektor hartija od vrednosti SAD)
- SIFMA** – *Securities Industry and Financial Markets Association* (Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta)
- TBMA** – *The Bond Market Association* (Udruženje za tržište obveznica SAD)
- WFE** – *World Federation of Exchanges* (Svetska federacija berzi)
- WTO** – *World Trade Organization* (Svetska trgovinska organizacija)
- ZOO** – Zakon o obligacionim odnosima, *Službeni list SFRJ*, br. 29/78, 39/85, 45/89 – odluka USJ i 57/89, *Službeni list SRJ*, br. 31/93, *Službeni list SCG*, br. 1/2003 – Ustavna povelja, *Službeni glasnik RS*, br. 18/2020.
- ZTK** – Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 129/2021.

UVOD

Posljednjih godina pridaje se sve veći značaj pravnom regulisanju i nadgledanju poslovanja investicionih društava, imajući u vidu njihovu ulogu na tržištu kapitala, kao i rizičnost delatnosti koje obavljaju.¹ Svetska ekonomska kriza, koja je prvobitno nastala kao kriza hipotekarnog tržišta SAD, bila je samo vrh ledenog brega na koju se „nasukao“ globalni finansijski sistem, demaskirajući negativne implikacije uzajamne povezanosti i međuzavisnosti finansijskih institucija. Izbijanjem svetske ekonomske krize 2007. godine otvorena su mnogobrojna pitanja o uzrocima krize i regulisanju poslovanja investicionih društava. Tokom osamdesetih godina 20. veka, prodorom teorije liberalne ekonomije započela je faza deregulacije finansijskih tržišta, čije je opravdanje objašnjeno potrebom da finansijski subjekti, instrumenti i procedure, koje su proizvod savremenog informacionog razvoja, budu oslobođeni regulatornih ograničenja, u cilju unapređenja alokativne funkcije tržišta kapitala. Posledica deregulacije ogledala se u slaboj, gotovo nikakvoj pravnoj regulisanosti i kontroli tržišta kapitala. To je omogućilo finansijskim subjektima, između ostalog, brokersko-dilerskim društvima i ovlašćenim bankama da nesavesno posluju, da se preterano izlažu rizicima, da stvaraju velike gubitke, što je neminovno uzrokovalo ekonomsku krizu i recesiju (Sovilj, 2020: 109). Čim su ekonomije postale uzajamno povezane i zavisne, kreatori javnih politika nisu mogli izolovati svoje zemlje od nastupajuće krize. Globalna kriza, kao i krize izazvane spoljnim činiocima (kriza Evrozone iz 2010. i 2011. godine, kriza prouzrokovana pandemijom bolesti izazvanom virusom COVID-19) uticala je na

¹ Novi Zakon, kao i prethodni Zakon o tržištu kapitala, imenuje sve trgovce hartijama od vrednosti jednim terminom – *investiciona društva*, pri čemu razlikuje brokersko-dilerska društva, kao društva specijalizovana samo za trgovinu hartijama od vrednosti i ovlašćene banke, odnosno kreditne institucije kako ih naziva novi Zakon, kao poslovne banke koje pored svoje redovne, bankarske delatnosti, obavljaju i trgovinu hartijama od vrednosti. Shodno tome, u knjizi će biti korišćeni svi navedeni termini adekvatno.

domaće tržište kapitala u prethodnoj deceniji. Evidentno je da se višestruko smanjio broj učesnika na domaćem tržištu kapitala, odnosno brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka, kao i broj izvršenih transakcija na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, čime je znatno redukovani promet na Beogradskoj berzi.

Radi lakšeg razumevanja i otkrivanja finansijskih kriza i uzroka destabilizacije finansijskog sistema potrebno je ukazati i na Aristotelovo (Ἀριστοτέλης) shvatanje ekonomskog života, u kojem se spominje novac kao zajedničko merilo vrednosti koji je postao cilj trgovanja. Razvija se veštačko privređivanje, kome nije cilj zadovoljavanje neposrednih potreba, već što veće sticanje novca, a kad sticanje novca postane cilj sam po sebi, nastaje nezasita potreba za bogaćenjem (Vračarić, 2009: 607). Stolećima unazad, Aristotelov stav o novcu ostaje nepromenljiv i slikovito prikazuje negativnu osobinu ljudi, koja sada, u 21. veku, dolazi još više do izražaja. Posredi je jedno od gorućih etičkih problema, kako u savremenom društvu, tako i na tržištima kapitala, te stoga regulatorni organi nastoje da ih kontrolišu i usmeravaju.

Prethodne decenije u razvijenim tržišnim ekonomijama sprovedeni su snažni transformacioni procesi na tržištu kapitala. Pokretački faktor ovih procesa jeste deregulacija finansijskih tržišta, povećanje konkurentnosti na tržištu, globalizacija i integracija finansijskih tržišta uz stalan razvoj informacione tehnologije i interneta. Za dalji razvoj tržišta kapitala nije dovoljno samo dejstvo ekonomskih zakona ponude i tražnje, već je neophodan složen sistem regulativne infrastrukture, postojani zakoni i pravila, poštovanje etičkog kodeksa u vođenju poslovanja na tržištu, uz sprovođenje odgovarajućeg nadzora nad poslovanjem učesnika na tržištu.

Globalizacija poslovanja učesnika na finansijskim tržištima kreirala je jedan novi trend, a to je približavanje uz istovremeno menjanje dosadašnje podele regulative. Rad na kreiranju nove globalne finansijske regulative znači stvaranje novih dodirnih tačaka i brisanje jasnih granica između nacionalnih pravnih krugova (Bunčić, 2010: 293). U tom kontekstu, neophodno je pratiti i razumeti pomenute tendencije u razvijenim ekonomijama sveta i u međunarodnom finansijskom okruženju, u procesu liberalizacije

i daljeg razvoja tržišta kapitala u Republici Srbiji, kako bi nadležni nacionalni organi pravovremeno preduzeli odgovarajuće mere s ciljem obezbeđivanja stabilnosti i efikasnosti domaćeg tržišta kapitala. U vezi s tim, zakonodavac i javna uprava treba da osete realne potrebe tržišta kapitala, kao i njegovih učesnika, i time doprinesu harmonizaciji finansijskog sistema, jer, u suprotnom, mogu izazvati njegovu neravnotežu i destabilizaciju. Svrha je da pravo bude refleksivno, odnosno da nadležni organi u postupku donošenja pravnih normi vode računa i o njihovoj primeni i podsticajima kako bi se omogućilo investicionim društvima da svoje interese usklade sa javnim interesom (Jovanić, 2009: 21).

Uzimajući u obzir posledice globalizacije na mobilnost finansijskog kapitala, pravila kojima se reguliše položaj investicionih društava, kao i sprovođenje nadzora nad njima, sve više se donose na međunarodnom nivou. Za domaće pravo tržišta kapitala, nezaobilazna su pravila koje se donose na nivou EU, u vidu relevantnih direktiva i regulativa, kao i pravila i standardi koje donose međunarodne finansijske institucije poput Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti i Bazelskog komiteta za nadzor nad bankama, koja, iako nisu pravno obavezujuća, pronalaze put do pune primene implementiranjem u propise EU.

U ovoj knjizi polazi se od različitih koncepcijskih stanovišta rasprostranjenih u pravnoj i ekonomskoj teoriji, kao i od pozitivnopravnih rešenja u međunarodnom, komunitarnom i regionalnom pravu u kontekstu određivanja položaja investicionih društava na tržištu kapitala. Predmet istraživanja odnosi se na normativne okvire i uslove poslovanja investicionih društava kao ključnih aktera na tržištu kapitala, u uslovima sve veće globalizacije finansijskih tokova i integrisanosti svetske privrede. Naročita pažnja posvećena je determinisanju uslova poslovanja investicionih društava, kao i diferenciranju delatnosti koje obavljaju na tržištu kapitala. Pored istorijskopravnog i normativnog metoda, analiza pravnog položaja investicionih društava zasniva se na uporednopravnom pristupu. Polazna osnova predmetnog istraživanja je da ukaže na koji način primena prihvaćenih međunarodnih standarda, prvenstveno pravila EU, doprinosi stabilnosti i održivosti tržišta kapitala, odnosno efikasnijem i sigurnijem poslovanju investicionih društava kroz delotvorniju kontrolu uslova

poslovanja, kontrolu rizika sa kojima se društva susreću u poslovanju, kao i povećanjem transparentnosti poslovanja u kontekstu odgovornijeg sprovođenja nadzora i obaveznog objavljivanja poslovnih podataka.

Naposletku, usvojena rešenja u evropskom zakonodavstvu poređiće se sa pravnim režimom položaja investicionih društava u domaćem pravu. Osim isticanja različitosti uporednopravnih rešenja naspram domaćih, u knjizi će se insistirati i na uočavanju sličnosti brojnih pojedinačnih rešenja, a pre svega, pravnih posledica koje ona proizvode. Komparativna analiza će omogućiti da se mnogobrojna rešenja i instituti poslovanja investicionih društava kritički sagledaju iz ugla domaćeg prava da bi se utvrdilo mesto domaćih rešenja u uporednom pravu i ispitala logika važećih pravila u odnosu na ciljeve koje ona treba da ostvare.

Prvi deo knjige posvećen je ulozi i značaju finansijskih tržišta u savremenim uslovima privređivanja. Savremeni trendovi deregulacije, internacionalizacije, liberalizacije, globalizacije, platformizacije i digitalizacije u poslovanju investicionih društava, kao i brojni poremećaji na tržištima kapitala prethodnih decenija, ukazali su na neophodnost državne regulacije. Nakon ekonomske krize, koja je pogodila svet 2007. godine, mnoge zemlje su započele zakonodavne reforme s namerom napuštanja do tada preovlađujućeg principa deregulacije. Stanovište da tržište treba da počiva na sopstvenim zakonitostima biva napušteno, sprovođenjem pravnih reformi. Jedan od osnovnih ciljeva reformi bio je uspostavljanje novih regulatornih organa i prenos nadzornih aktivnosti na postojeće tržišne regulatore. U nastavku knjige prikazan je razvoj pravne regulative na tržištu kapitala, s posebnim osvrtom na komunitarno pravo. Dosadašnja reforma evropskog zakonodavstva tržišta kapitala za cilj je postavila prvenstveno harmonizovanje propisa koji se odnose na poslovanje investicionih društava, sa idejom integrisanja nacionalnih tržišta kapitala u jedinstveno evropsko tržište kapitala. Ovo pitanje je od posebnog značaja za srpsko tržište kapitala. Nedavnim usvajanjem novog Zakona o tržištu kapitala, domaće pravo nastoji se uskladiti sa jednim vodećim propisom koji donosi mnogo toga inovativnog i unapređenog poput Direktive o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. godine.

Upravo na takvoj, komparativno-teorijskoj utemeljenosti, drugi i centralni deo knjige posvećen je pravnom razmatranju osnovnih pitanja u pogledu pravnog položaja investicionih društava. Obrađene su oblasti komunitarnog i nacionalnog položaja investicionih društava, kao i obligacionopravni odnosi koji proizlaze iz njihovog poslovanja. U statusnopravnom položaju investicionih društava posebna pažnja posvećena je uslovima za dobijanje dozvole za obavljanje delatnosti, organizacionoj formi, strukturi organa uprave, te minimalno potrebnom kapitalu za započinjanje obavljanja delatnosti. S druge strane, obavljanjem delatnosti, odnosno pružanjem investicionih usluga na tržištu kapitala nastaju obligacioni odnosi između investicionih društava i njihovih klijenata (investitora), koji se mogu razvrstati u dve osnovne grupe pravnih poslova – nalogoprimački (brokerski) i kupoprodajni (dilerski). Pravni značaj podele poslova na brokerske i dilerske ogleda se u specifičnim uslovima za njihovo obavljanje, s obzirom na rizičnost delatnosti kako po samo investiciono društvo, tako i po investitore i širu javnost. Takođe, pored tradicionalnih pravnih poslova, prikazani su i analizirani novi pravni poslovi investicionih društava nastali kao proizvod savremenih tendencija na tržištima kapitala – digitalizacije, platformizacije i finansijskih inovacija. U vezi s tim, obrađeni su inovativni, tek nadolazeći poslovi investicionih društava, u okviru finansijskog paketa o pružanju digitalnih usluga – algoritamsko trgovanje i trgovanje digitalnom imovinom (digitalnim tokenima).

Poslednji deo knjige odnosi se na pitanja sprovođenja nadzora i tržišne discipline. Valjana kontrola nad poslovanjem investicionih društava ima preventivnu ulogu zarad sprečavanja investicionih aktivnosti koje bi mogle doprineti nepoverenju u funkcionisanje tržišta kapitala. Preventivna kontrola može se ostvariti kroz nekoliko formi – od izdavanja dozvole za rad brokersko-dilerskim društvima i ovlašćenim bankama, čime se nastoji sprečiti ulazak onih koji ne ispunjavaju profesionalne standarde i poslovnu etiku, do obelodanjivanja poslovnih podataka nadležnim regulatornim i nadzornim organima i investicionoj javnosti.

Na kraju, naučno istraživanje treba da doprinese razumevanju položaja investicionih društava na tržištu kapitala u kontekstu evrointegracija, radi prevazilaženja pravnih prepreka

u prekograničnom poslovanju. Domaći zakonodavac niti ima potrebna sredstva, niti dovoljno vremena za kreiranje samostalnih i potpuno jedinstvenih rešenja zasnovanih isključivo na potrebama domaće pravne prakse i nedovoljno bogate pravne tradicije u ovoj oblasti. Upravo je to razlog što se pravna pravila o položaju investicionih društava preuzimaju iz uporednog zakonodavstva, prvenstveno komunitarnog prava. Cilj istraživanja je da uoči pravne transplante i da objasni razloge njihovog postojanja u uporednopravnom sistemu kako bi se na osnovu toga opravdala svrsishodnost predloženih rešenja u domaćem pravu, odnosno njihova primena i tumačenje u sudskoj praksi.

1. POJAM I ULOGA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

1.1 FINANSIJSKA TRŽIŠTA – OSNOVNE KARAKTERISTIKE

Pod tržištem se podrazumeva skup društvenih odnosa kojima se vrši reintegrisanje privrednog života, mesto na kojem se „polaze ispit“ i dobija priznanje ili kazna za odluke i aktivnosti koje su preduzete u samostalnim procesima privredne delatnosti. Premda nastanak tržišta istovremeno predstavlja i potvrdu stanja ljudske otuđenosti, ono je objektivno napredak u odnosu na prethodno, u kojem je kolektivitet imao apsolutnu prevlast nad pojedincem, a odnosi neposredne dominacije i fizičkog ugnjetavanja slabijih bili standard društvenog saobraćaja. Stoga su pravo i tržište u istoj meri povezane pojave kao što su to pravo i država (Taboroši, 2009: 201–202).

Finansijsko tržište predstavlja odnos ponude i potražnje za finansijskom aktivom, nezavisno od načina njegove institucionalne organizacije. U pitanju je mesto na kome se traže odnosno nude finansijska sredstva i gde se u zavisnosti od ponude i potražnje formira cena tih sredstava (Ristić, 1990: 17). Finansijsko tržište izražava određenu finansijsku infrastrukturu mnogobrojnih specijalizovanih tržišta i skup ustanova, instrumenata i mehanizama pomoću kojih se stalno transformišu oblici finansijske imovine velikog broja učesnika i finansijskih odnosa između njih. Finansijska tržišta se razlikuju među zemljama, što je uslovljeno istorijskim razvojem tržišta, likvidnošću finansijskog sektora i konkurentnim odnosima (Jovanić, 2009: 28).

Finansijska tržišta predstavljaju najvažniji, ali istovremeno i najosetljiviji segment ekonomskog sistema određene zemlje (Sovilj, 2020: 218). Ona predstavljaju jedan od osnovnih postulata tržišne privrede, s obzirom na to da omogućuju povezivanje ponude i tražnje za raznim oblicima finansijske aktive, kao i alokaciju

finansijskih sredstava, tj. od učesnika koji u datom trenutku raspoložuju viškovima sredstava, ka onim učesnicima kojima su u datom momentu ta sredstva neophodna. Finansijska tržišta omogućuju optimalno korišćenje društvenih sredstava domaće ekonomije, privredni razvoj, mobilnost finansijskih sredstava i kapitala između privrednih grana, kontrolu efikasnosti poslovanja učesnika i smanjenje rizika (Borković, 2012: 1333).

Osnovna uloga finansijskih tržišta je povezivanje suficitarnog i deficitarnog sektora. Povezivanje se ostvaruje kupoprodajom finansijskih instrumenata. Sama kupoprodaja može biti organizovana ili neorganizovana, masovna ili pojedinačna, u zavisnosti od interesa kupaca i prodavaca (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 6).

Finansijska tržišta možemo posmatrati u širem i užem kontekstu. U širem značenju, finansijska tržišta predstavljaju zbir svih finansijskih transakcija i time omogućavaju posredno i neposredno finansiranje. Neposredno finansiranje realizuje se kada pripadnici suficitarnog sektora neposredno kupuju finansijske instrumente deficitarnog sektora (Sovilj, 2019: 161). To je situacija kada investitori (ulagači) kupuju akcije i/ili obveznice privrednih društava (korporativne obveznice), državne obveznice ili municipalne obveznice. Proces neposrednog finansiranja ostvaruje se trgovinom hartijama od vrednosti na organizovanim tržištima (berzama i vanberzanskim tržištima) i na neorganizovanim tržištima. Posredno finansiranje se ostvaruje kada učesnici suficitarnog sektora kupuju finansijske instrumente od finansijskih posrednika (banaka, investicionih fondova, penzijskih fondova), koji zatim ulažu prikupljena finansijska sredstva u deficitarni sektor (Janković, 2011: 46–49). U današnje vreme sve je više finansijskih posrednika koji aktivno učestvuju na finansijskom tržištu kupovinom hartija od vrednosti deficitarnog sektora (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 7). U užem značenju, finansijska tržišta predstavljaju tačno određeno mesto na kome se na organizovan način, prema unapred jasno definisanim pravilima, sučeljava ponuda i potražnja, za različitim oblicima finansijske aktive i finansijskih instrumenata (Borković, 2012: 1334). U užem značenju ova tržišta se izjednačavaju sa berzama i vanberzanskim tržištima.

1.2 ULOGA DRŽAVE KAO REGULATORA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Teorijski pristup funkcionisanja finansijskog tržišta polazi od hipoteze da tržište optimalno ostvaruje alokativnu funkciju, ukoliko je omogućeno slobodno delovanje ekonomskih zakona ponude i tražnje. Ukoliko su ostvareni preduslovi slobodne konkurencije, u tom slučaju finansijsko tržište je efikasno, a resursi se usmeravaju ka korisnicima koji ih najviše vrednuju. U takvoj situaciji država ne bi morala da reguliše finansijsko tržište (Vasiljević & Delić, 2009: 467).

Teorija smatra da su tržišni poremećaji izraženiji na finansijskom tržištu nego na drugim tržištima, s obzirom na to da nije ispunjen jedan od osnovnih uslova delovanja slobodne konkurencije, a to je raspolaganje potpunim informacijama (Vasiljević & Delić, 2009: 467).

Osnovni poremećaji na finansijskom tržištu, koji se najčešće spominju kao osnov državne regulacije jesu: postojanje eksternih efekata, asimetričnost informacija i nepotpuno tržište.

Postojanje eksternih efekata na finansijskom tržištu ogleda se kada troškovi nesolventnosti finansijskih institucija (npr. investicionih društava ili investicionih banaka) prevazilaze privatne troškove vlasnika i nosilaca interesa u njoj. Nesolventnost finansijskih institucija može izazvati nastanak sistemskog rizika, masovno povlačenje depozita i iz solventnih institucija, što može dovesti do gubitka poverenja u finansijske institucije, kao i eventualnog sloma pojedinih segmenata finansijskog tržišta. Ove situacije karakteristične su ne samo u slučaju nesolventnosti velikih brokersko-dilerskih društava i banaka, već i krupnih institucionalnih investitora (Vasiljević & Delić, 2009: 468). Da bi se sprečio slom finansijskog tržišta, neophodna je intervencija države u vidu osiguranja bankarskih depozita, fondova investitorima u hartije od vrednosti, uloga centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci (*lender of last resort*).

Informaciona funkcija finansijskog tržišta usmerava ka analizi uticaja eksternih efekata akcije tržišnih učesnika na finansijsku integraciju. Prema Štiglicu, ukoliko treba da postoje podsticaji da se prikupe informacije, finansijska tržišta moraju u određenoj

meri biti informaciono neefikasna, s obzirom na to da ne mogu sve informacije biti prenete od informisanih ka neinformisanim investitorima. Prema tome, finansijska tržišta, čija je glavna uloga da stiču i prerađuju informacije, ne samo da se verovatno razlikuju od tržišta konvencionalnih roba i usluga, već se razlikuju i na način koji implicira da će tržišni poremećaji biti naročito endemski na finansijskim tržištima (Stiglitz, 1994: 24).

Još jedan od uzroka tržišnih poremećaja je postojanje asimetričnosti informacija koji proističe iz različitog položaja emitenata i investitora, s obzirom na to da emitent raspolaže informacijama koje neretko nije voljan da podeli sa investitorima. Upravo nepotpunost podataka, finansijsko (ne)izveštavanje, nepoznavanje alata, strategija i politika za procenjivanje rizičnosti investiranja predstavljaju ključne prepreke za investitore (Sovilj, 2022: 338). Osim u odnosu emitenta i investitora, problem asimetričnosti informacija ispoljava se između investicionih društava i njihovih klijenata (investitora), kao i između javnog i privatnog sektora (Bajakić, 2021: 3). Stoga, država reguliše tržište, obavezivanjem investicionih društava i emitenata da objavljuju podatke o svom poslovanju (objava prospekta i finansijskih izveštaja), koji mogu poslužiti investitorima prilikom donošenja investicionih odluka. Državna regulativa po pitanju asimetričnosti informacija ogleda se u donošenju propisa o sprečavanju korišćenja insajderskih informacija, sprečavanju tržišnih zloupotreba i manipulacija (Vasiljević & Delić, 2009: 469).

Asimetričnost informacija prouzrokuje probleme negativne selekcije i moralnog hazarda. Negativna selekcija se pojavljuje ukoliko između različitih investicionih alternativa, zbog nedostatka informacija ili njihovog skupog prikupljanja, investitor izabere onu koja ne daje očekivani prinos. Slična situacija je i sa investicionim društvom koje sprovodi izbor između klijenata na osnovu nepotpunih podataka o svakom klijentu (Radosavljević, 2013: 53).

Nepotpuno tržište postoji kada učesnici na finansijskom tržištu nisu zainteresovani za kreiranje novih finansijskih instrumenata, koji bi olakšali alokativnu ulogu tržišta. Pojedini finansijski instrumenti nemaju tržište, ili nemaju kompletno tržište, što kao posledicu ima netransparentnost njihovih cena, kao i povećani rizik investiranja. Krucijalan problem sa nepotpunim tržištem jeste

u tome što je obezbeđenje likvidnosti neefikasno. Kada je tržište nepotpuno, likvidnost se postiže prodajom aktive na tržištu. S obzirom na to da je tržište nekompletno, cene aktive moraju biti promenljive, kako bi obezbedile likvidnost, mada kolebljivost cena aktive može dovesti i do nastanka krize (Allen & Carleti, 2008: 26). Globalna ekonomska kriza iz 2007. godine demonstrirala je to da veliki broj finansijskih derivata na tržištu hipotekarnih kredita nije imao odgovarajuću informativnu transparentnost, tj. bio je prikriven rizik investiranja. Slično je i sa hedž fondovima koji doskora nisu imali regulisano tržište u Evropskoj uniji (Radosavljević, 2013: 54). Stoga je opravdana državna regulacija i drugi oblici intervencije, kako bi se otklonile, ili barem ublažile, negativne posledice finansijskih kriza koje se manifestuju u padu društvenog proizvoda, porasta nezaposlenosti, ugrožavanju socijalnih prava, gubitku zaposlenja i ušteđevine pojedinaca.

Posledice poremećaja na finansijskom tržištu mogu se otkloniti sporazumom učesnika ili državnom intervencijom. U nauci postoje različiti stavovi *pro at contra* državne regulacije. Pojedini autori smatraju državnu intervenciju nužnom i korisnom zbog otklanjanja poremećaja na finansijskom tržištu, očuvanju poverenja i sigurnosti učesnika u finansijske institucije, sprečavanju monopola i slično. Nasuprot iznetim argumentima, drugi autori smatraju da je tržišno rešavanje finansijskih anomalija svrsishodnije od državnog, s obzirom na to da tržište može samostalno da se izbori sa poremećajima, usled brojnosti učesnika (Vasiljević & Delić, 2009: 470).

U savremenim uslovima privređivanja finansijsko tržište je neophodno, s obzirom na to da poslovanje na njemu donosi mnogobrojne pogodnosti, između ostalog: omogućava protok novca, olakšava prikupljanje viška kapitala i njegovo finansiranje u investicione projekte, obezbeđuje likvidnost, pristupačnost kapitala, očuvanje njegove realne vrednosti, informiše učesnike i javnost o investicijama, povezivanje nacionalne ekonomije sa svetskim ekonomijama (Mrvić, 2002: 397).

1.3 SAVREMENE TENDENCIJE NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Internacionalizacija, globalizacija i digitalizacija finansijskih tržišta predstavljaju glavna obeležja savremenih finansijskih tržišta. Globalizacija predstavlja proces integracije finansijskih tržišta nacionalnih ekonomija u veliko svetsko – internacionalno finansijsko tržište.² Ovom tendencijom omogućeno je privrednim subjektima da se okreću ka međunarodnom finansijskom tržištu i potrazi za novim izvorima finansiranja. Time se omogućava privrednim subjektima prikupljanje slobodnih sredstava, ne samo u granicama domaće ekonomije, već i širom sveta, koristeći različita pravila, poreske olakšice i druge činioce koji utiču na smanjenje troškova (Erić, 2003: 105).

Savremena finansijska tržišta menjaju se drastičnom brzinom, od naglog razvoja i dostizanja buma, do slomova istih i nastanka velikih svetskih kriza, uzrokovanih cikličnim i strukturnim činiocima.³ Nekadašnji pojam internacionalizacije tržišta danas je zamenjen pojmom globalizacije. Globalizacija je zapravo proces internacionalizacije proizvodnje u uslovima visoke mobilnosti kapitala i rada kojom se prevazilaze fizičke i geografske granice između zemalja tako da svetsko tržište i privreda postaju otvoreni prostor u kojem se odvijaju ekonomski tokovi.⁴ Najkraće rečeno, globalizacija se može posmatrati kao proces intenziviranja, odnosno širenja uticaja svetske povezanosti (Ostojić & Maksimović, 2021: 219). Prema obimu globalizacije, današnja finansijska tržišta prevazilaze sve grane realne ekonomije. Glavni činioci novih

² Međunarodno finansijsko tržište na kojem se formira ponuda i potražnja kapitala iz različitih zemalja sveta dvostruko je značajno za svaku zemlju. Ono pre svega određuje atraktivne zemlje u koje se uliva strani kapital, najčešće zarad investiranja, ali i određuje visinu kamatnih stopa na pozajmljeni kapital u vidu kredita i zajmova. Njihove posledice osećaju i nerazvijene zemlje čije su ekonomije u fazi postizanja nivoa koji bi ih svrstao u kategoriju zemalja u razvoju (Vukadin, 2007: 32).

³ Interesantan je podatak da je u Nemačkoj u toku procesa integracije i harmonizacije propisa izmenjeno oko 80% propisa, koji se odnose na tržište kapitala, dok je nešto manji procenat u Velikoj Britaniji kada je bila u sastavu Unije (Labudović Stanković, 2012: 368).

⁴ U savremenoj literaturi globalizacija se određuje kao objektivni globalni proces u kojem se stvara gusta mreža povezanosti, međuzavisnosti sve šireg kruga društava, čime se širi krug delatnosti koje postaju internacionalne, kojima se ne može upravljati isključivo unutar državnih granica (Vukadin, 2007: 203).

tendencija i uzroci nastanka finansijskih kriza su višestruki procesi koji se odvijaju na svetskom finansijskom tržištu: deregulacija i liberalizacija finansijskog sektora, institucionalne promene, diversifikacija, sekjuritizacija, koncentracija i centralizacija kapitala, permanentni razvoj novih finansijskih instrumenata i derivata,⁵ razvoj informacione tehnologije,⁶ digitalizacija, automatizacija, platformizacija, pojava sistemskog rizika, upravljanje rizicima (Janković, 2010: 267–273).

Rastuća integracija globalne ekonomije tokom poslednjih dvadesetak godina, mahom se podudarala sa usponom anglo-saksonskog tipa kapitalizma, predvođenog idejom neoliberalnog i nekontrolisanog tržišta i Sjedinjenim Američkim Državama kao glavnim predvodnikom deregulacije ekonomskih, odnosno finansijskih struktura (Ognjanović, 2009: 503).

Savremeni trendovi deregulacije, internacionalizacije, finansijske liberalizacije u poslovanju finansijskih subjekata, talasi poremećaja koji su zadesili dalekoistočne zemlje krajem devedesetih godina 20. veka, kao i finansijska kriza iz 2007. godine, predstavljaju jasne znake visokih socijalnih i ekonomskih troškova, koji nastaju zbog poremećaja u finansijskim sistemima (Todorović, 2013: 214).

Kao odgovor na postojeću finansijsku krizu, kreirane su mnogobrojne teorije koje nude potencijalna rešenja za izlazak iz krize. Spomenućemo samo neke od teorijskih pristupa. Prvi pristup je popunjavanje praznina u regulativi na međunarodnom nivou. Predstavnici ovog pristupa ističu da su finansijska tržišta sklona slomovima, koji mogu biti uzrokovani mnogobrojnim

⁵ Nagli rast poslovanja finansijskim derivatima zabeležen je poslednjih godina. Ukupan obim poslovanja s finansijskim derivatima iznosio je 2002. godine 106 biliona dolara, a 2008. godine, pet puta više, 531 bilion dolara. Nagli porast poslovanja derivatima zabrinuo je finansijske eksperte, što se ispostavilo opravdanim, kolapsom velikih finansijskih institucija poput investicione banke *Lehman Brothers* i osiguravajuće kuće *AIG*, koje su trgovale derivatima (Kvrgić, Vilaret & Vujović, 2009: 131).

⁶ Informacione tehnologije su oduvek imale značajan uticaj na finansijska tržišta. Uvođenje novih tehnologija nekada je imalo neočekivane efekte na strukturu finansijskih tržišta. Kao primer se navodi uvođenje telegrafa na Njujorškoj i Filadelfijskoj berzi. Još jedan istorijski primer je veliki bum koji je ostvarila Londonska efektivna berza, kada je trgovanje na parketu (*floor trading*) zamenjeno elektronskim tablama, čime je povećana transparentnost i likvidnost tržišta (Jednak, 2012: 60).

činocima, od neadekvatne regulative do propusta nadzornih organa. Zastupnici sledećeg pristupa smatraju da je neophodna reforma međunarodne finansijske kontrole i da nije dovoljno samo pooštriti važeće propise, već je potrebno istinski reformisati regulativu (Bunčić, 2010: 293). Predstavnici narednog pristupa rešenje krize vide u kontroli prekograničnog kapitala. Svoj stav brane činjenicom da je kriza iz 2007. godine uzrokovana delom i preteranom mobilnošću kapitala, naročito u SAD. Nasuprot njima, određena grupa autora pruža otpor novoj regulativi finansijskog tržišta, zastupajući stav da državni regulatorni organi nikada ne raspoložu odgovarajućim informacijama, da bi bili u pripravnosti za narednu krizu. I na kraju, određeni autori se zalažu za decentralizaciju međunarodnog regulisanja finansijskih tržišta, zbog prihvatanja različitosti svih učesnika na tržištu (Bunčić, 2010: 294).

Nakon prvog talasa finansijske krize, koja je zadesila svet 2008. godine, mnoge zemlje su započele zakonodavne reforme u cilju napuštanja do tada preovlađujućeg principa deregulacije. Stanovište da tržište treba da počiva na sopstvenim zakonitostima biva napušteno, sprovođenjem pravnih reformi. Danas je evidentno da je stepen regulacije značajno povećan, te se neretko pojedini autori protive prenormiranosti propisa. Jedan od osnovnih ciljeva reformi bio je uspostavljanje novih regulatornih organa i prenos nadzornih aktivnosti na postojeće tržišne regulatore. Takođe, jedan od uslova koji se nameće tržišnim regulatorima jeste da budu nezavisni u svom radu i da obezbede pravično, efikasno i transparentno funkcionisanje finansijskog tržišta. Odgovarajući nivo nezavisnosti regulatora može se postići sprečavanjem bilo kakvih spoljnih pritisaka, uključujući interese političkih centara vlasti i lobiranje (Ćirović & Janković, 2013: 633).

1.4 EFIKASNOST FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Teorija finansijskih tržišta polazi od pretpostavke da cene hartija od vrednosti odražavaju sve dostupne informacije. Na osnovu informacija o globalnim političkim i ekonomskim kretanjima, domaćim političkim zbivanjima, makroekonomskoj politici, privrednim kretanjima, perspektive privrednih grana, javnih izveštaja

investicionih društava, ugleda njihovih organa uprave i drugih radnji koje utiču na stvaranje poverenja investitora, tržište formira cenu hartija od vrednosti na nivou koji predstavlja njihovu realnu vrednost (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 27).

Efikasnost finansijskih tržišta podrazumeva da cene finansijskih instrumenata oslikavaju minimum javno dostupnih informacija, a verovatno i ostalih informacija koje analitičari mogu otkriti. Efikasno finansijsko tržište ima veliki broj uspešnih, dobro informisanih učesnika, čiji je glavni cilj maksimiziranje profita. Međutim, nisu svi učesnici podjednako uspešni,⁷ uprkos dobroj informisanosti, razvijenom informacionom sistemu, usled delovanja različitih faktora koji mogu uticati na buduću kupovinu hartija od vrednosti (Dugalić & Štimac, 2011: 183).

Hipoteza o efikasnosti tržišta ukazuje na nekoliko činioaca: da cene odražavaju sve relevantne informacije, da su male mogućnosti za ostvarivanje ekstra profita na efikasnom tržištu u kratkom roku usled naglog reagovanja cena na informacije, da cene finansijskih instrumenata imaju karakter slučajnosti, s obzirom na to da se ne zna kakve će se sve informacije pojaviti u budućnosti. Takvo kretanje cena često se naziva slučajno kretanje ili nasumičan hod (*random walk*), što ukazuje na visok stepen rizika u njihovom kretanju (Erić, 2003: 153). Pojava nove informacije je bitan element koji utiče na promenu cena finansijskih instrumenata, pri čemu takva informacija mora biti nova, slučajna i nepredvidljiva. Kako cene reaguju na iznenađenja koju su nepredvidljiva, a tržište reaguje na nepredvidljive događaje, cene hartija od vrednosti se pomeraju naglo, poput nasumičnog hoda (Dugalić & Štimac, 2011: 186).

Analize su iznedrile još jedan paradoks — što se više istražuje i što se više oblasti istražuje dolazi se do novih saznanja o efikasnom delovanju finansijskog tržišta, ali samo istraživanje postaje sve manje korisno za donošenje investicionih odluka.

⁷ Prema studiji Alfreda Kauliza (*Alfred Kaulitz*) u kojoj je ispitano poslovanje brokera prema kriterijumu godišnjeg povraćaja u dolarima u odnosu na ukupan investiran iznos, utvrđeno je da izbor akcija od strane brokera nije bio uspešniji od nasumično izabranog portfolija akcija, što je poslužilo za formulisanje teorije pikada: „možete baciti strelicu na Vol Strit Džornal, kao jedan od načina izbora akcija, ili kupiti na tržištu pomalo od svih akcija. Krajnji rezultat neće biti ništa lošiji nego da ste slušali brokera prilikom izbora, s tim što biste u tom slučaju morali da platite proviziju brokeru, a ishod je isti“ (Dugalić & Štimac, 2011: 184).

investitorima koji prihvate ovaj stav, preporuka je da diversifikuju svoj portfolio finansijskih instrumenata, kako bi rizik postao prihvatljivo nizak, uz istovremeno postojanje mogućnosti zarade (Dugalić & Štimac, 2011: 184).

U zavisnosti od vrste informacija na koje reaguju cene, može se govoriti o tri forme efikasnosti tržišta: slaba (*weak form*), polujaka (*semi-strong form*) i jaka forma efikasnosti (*strong form*). Pomenutu podelu efikasnosti finansijskih tržišta, a pre svega tržišta kapitala, prvi je definisao Hari Roberts (*Harry V. Roberts*), 1967. godine (Erić, 2003: 153).

1.5 ORGANIZACIJA TRŽIŠTA KAPITALA

Finansijsko tržište obuhvata tržište kapitala, tržište novca i tržište osiguranja. U nastavku rada, fokus je prvenstveno usmeren na tržište kapitala. U pravnoj literaturi postoji nekoliko kriterijuma u pogledu organizovanja tržišta kapitala.

Prvo, ukoliko kao kriterijum posmatramo obim uplitanja države u organizovanje tržišta kapitala, razlikuju se slobodna i neslobodna tržišta. Slobodna tržišta postoje u onim zemljama u kojima se država ne meša u organizaciju tržišta kapitala, već zakonski uređuje trgovinu hartijama od vrednosti i sprovodi nadzor nad zakonitošću njenog odvijanja. Time je investicionim društvima ostavljena sloboda organizovanja trgovine shodno njihovim ekonomskim interesima. Suprotno tome, neslobodna tržišta postoje u zemljama u kojima se država meša u organizaciju trgovine, ne ostavljajući mogućnost investicionim društvima da je sami organizuju. Postoje dva načina kako država može da organizuje trgovinu. Prvi način je da zakonom uspostavi organizaciju tržišta, onemogućavajući investicionim društvima da kreiraju drugačiju organizaciju, ali se ne meša u upravljanje tržištem. Drugi način podrazumeva da država neposredno organizuje trgovinu preko svojih organa, mešajući se i u upravljanje tržištem (Jovanović, 2009: 204).

Drugo, ukoliko kao kriterijum posmatramo mesto i način odvijanja, tržišta kapitala delimo na organizovana i na neorganizovana tržišta. Na organizovanim tržištima trgovina hartija od vrednosti je javna i sprovodi se na zakonom utvrđeni način i prema

utvrđenom sistemu pod rukovodstvom organizatora tržišta. Nasuprot tome, na neorganizovanom tržištu trgovina se odvija na osnovu niza ugovora koje slobodno, izvan bilo koje organizacije, zaključuju prodavci i kupci (ulagači) (Jovanović, 2009: 204–206). Ova podela posebno je značajna s obzirom na to da se pravo na organizovanje tržišta kapitala daje ne samo berzama (regulisana tržišta) već i investicionim društvima, i to bilo u svojstvu upravitelja multilateralne trgovačke platforme, odnosno organizovane trgovačke platforme, bilo u svojstvu sistematskog posrednika (internalizatora). Osnovni cilj je da se ekonomskim putem, odnosno tržišnom utakmicom, učesnici primoraju da najpovoljnije izvršavaju naloge svojih ulagača (Jovanović, 2011: 244). Shodno tome, investiciono društvo kome je klijent izdao nalog za kupovinu/prodaju hartija od vrednosti, dužno je da informiše klijenta o mogućnosti izvršenja naloga u više mogućih mesta trgovine (eng. *trading venues*) i da će nastojati da odabere ono središte (mesto) koje je najpovoljnije za izvršenje datog naloga. Kako bi se izbegla moguća zloupotreba klijenata od strane investicionog društva u pogledu izbora središta za izvršenje naloga, društvo je obavezno da internim pravilima utvrdi politiku i postupke za korektno i uredno trgovanje i da uspostavi objektivne i nediskriminišuće kriterijume za delotvorno izvršavanje naloga klijenata. Samo iz opravdanih razloga društvo može da odustane od interne politike izvršavanja naloga, inače, u suprotnom, odgovara za štetu koju nanese klijentu (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 18).

Postojanje organizovanih alternativnih sistema trgovine konkurentnih berzama prvi put je uvedeno i pravno regulisano Direktivom o tržištima hartija od vrednosti 2004. godine. Uvođenje različitih trgovinskih središta osmišljeno je zarad promovisanja konkurencije i podsticanja inovacija na tržištu kapitala. Stoga je regulisanje trgovinskih središta prvenstveno usmereno na obezbeđivanje integriteta, efikasnosti, stabilnosti i transparentnosti tržišta, premda se donedavno povezivalo i sa očuvanjem likvidnosti tržišta (Moloney, 2014: 429, 437). Međutim, finansijska kriza razotkrila je slabosti u regulisanju trgovanja dužničkim hartijama od vrednosti. Konačno, brojne inovacije i sve veća složenost alternativnih sistema trgovine zahtevali su viši nivo zaštite ulagača. To se prvenstveno odnosi na trgovinu finansijskim derivatima na

mestima koja su bila izvan režima MiFID I. U međuvremenu, uočeno je da model klasifikacije alternativnih sistema trgovine nije na adekvatan način obuhvatio sve slične funkcije trgovanja akcijama, što je vodilo povećanom riziku od regulatorne arbitraže i narušavanja konkurencije. Stoga je bilo neophodno revidirati dotadašnji režim organizovanja alternativnih sistema trgovine. Pravni režim MiFID II/MiFIR utemeljen je na klasifikaciji alternativnih sistema trgovine uvedenih 2004. godine MiFID I. Sa organizacionog stanovišta, ključna novina MiFID II režima je uvođenje novog mesta trgovanja – Organizovane trgovačke platforme (*Organized Trading Facility*) (Moloney, 2014: 446–449). Organizovana trgovačka platforma predstavlja alternativni višestrani sistem trgovine koji nije regulisano tržište (berza) ili multilateralna trgovačka platforma, a u okviru kojeg se povezuju ponude za kupovinu i ponude za prodaju obveznica, strukturiranih finansijskih proizvoda, emisionih jedinica ili izvedenih finansijskih instrumenata (derivata) zainteresovanih trećih lica, na način koji dovodi do zaključenja ugovora (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 27). Dakle, pravni režim MiFID II/MiFIR predviđa četiri organizovana mesta trgovanja: regulisana tržišta (berze), multilateralne trgovačke platforme, organizovane trgovačke platforme i sistematske posrednike. Na regulisanim tržištima, MTP i OTP obavlja se trgovina u višestranim odnosima, sa većim brojem klijenata, dok sistematski posrednik, kao alternativni sistem trgovine, podrazumeva dvostrani (bilateralni) odnos investicionog društva i klijenta. S druge strane, trgovina na OTC tržištu nije regulisana MiFID II (Moloney, 2014: 462).

Prednost postojanja više konkurentskih mesta trgovanja (alternativni sistemi trgovine) naspram centralizovanog i monopolizovanog tržišta berze omogućava tržišnu utakmicu među profesionalnim učesnicima, što doprinosi poboljšanju i pojeftinjenju usluga i privlačenju novih klijenata (investitora). Pogodnost investicionih društava u organizovanju i upravljanju alternativnim sistemima trgovine ogleda se u napredovanju i pozicioniranju na tržištu, prvenstveno, sticanju prihoda, dok, s druge strane omogućava bolje zadovoljavanje potreba ulagača. Uprkos prednostima postoje i određene mane, između ostalog: 1) rizik rascepanosti tržišta usled postojanja brojnih alternativnih sistema trgovine; 2) različitost cena istih usluga i hartija od vrednosti u različitim

trgovinskim središtima; 3) slabija likvidnost tržišta usled brojnosti alternativnih sistema trgovine, te mogućnosti nedovoljne ponude ili potražnje određenih hartija od vrednosti u nekom od središta; 4) rizik da ulagači teže sagledaju cene istih hartija od vrednosti kojima se trguje u više alternativnih sistema trgovine; 5) teško snalaženje učesnika, prvenstveno maloprodajnih (neukih) ulagača u njihovoj složenoj strukturi; 6) izražena mogućnost zloupotrebe ulagača uzimajući u obzir mogućnost sukoba interesa ulagača i investicionog društva, koje upravlja središtem na kom trguje hartijama od vrednosti svojih klijenata (Jovanović, 2011: 244). U procenivanju prednosti i nedostataka postojanja više trgovinskih središta, poučeni prevashodno iskustvom Velike Britanije i SAD, prevladao je stav da je konkurentna struktura povoljnija za opšte interese, s obzirom na to da bolje omogućava zadovoljenje potreba ulagača (Moloney, 2014: 442).

1.6 OBELEŽJA SRPSKOG TRŽIŠTA KAPITALA

Za investiciona društva najznačajnija je podela tržišta prema roku dospelosti finansijskih instrumenata na: tržište novca (kratkoročno tržište) i tržište hartija od vrednosti (dugoročno tržište).⁸ Na tržištu novca trguje se kratkoročnim oblicima finansijske aktive, odnosno žiralnim novcem i hartijama od vrednosti sa rokom dospelosti do godinu dana. Na tržištu kapitala trguje se finansijskim instrumentima sa rokom dospelosti dužim od godinu dana. Na tržištu se primarno sučeljava ponuda i tražnja za dugoročnim hartijama od vrednosti,⁹ akcijama i obveznicama

⁸ Osim navedene podele, postoje i druge podele finansijskih tržišta: primarna i sekundarna, organizovana i stihijska (neorganizovana), aukciona, posrednička i preko šaltera, devizno tržište. Prema mestu finansijske transakcije postoje međunarodna, regionalna, nacionalna i lokalna tržišta. Prema dospelosti obaveza: promptna i terminska tržišta. Više o tome videti u datoj literaturi (Orlić, 2010: 3; Tasić, 2012: 5–9; Wood, 2008: 335).

⁹ Interesantno je spomenuti da su prva tržišta hartija od vrednosti nastala u srednjovekovnoj Italiji. Gradovi—države Venecija, Verona, Firenca i Đenova emitovale su prve dužničke hartije od vrednosti s ciljem podmirenja svojih finansijskih potreba. Ono što je razlikovalo ova tržišta hartija od vrednosti od dotadašnjih je što su hartije od vrednosti bile negocijabilne, tj. slobodno prenosive. Mada su emitovane u malim serijama, ove hartije od vrednosti donosile su kamatni prinos na godišnjem nivou,

(Radonjić, 2005: 39–44). Na tržištu hartija od vrednosti, kupuju se i prodaju vrednosni papiri kao posebna vrsta robe, uz istovremeno profesionalno pružanje usluga u vezi sa tom kupoprodajom (npr. komisijom, posredovanje, zastupanje, savetovanje, čuvanje i upravljanje) (Jovanović, 2002: 277).

Veća upotrebljivost i značaj tržišta hartija od vrednosti u jednoj zemlji zavisi od nivoa razvijenosti hartija od vrednosti, s obzirom na to da se time omogućava imaocima hartija od vrednosti da prenesu hartije od vrednosti na druga lica uz odgovarajuću naknadu i da na taj način promene oblik vrednosti koja je naznačena na hartiji od vrednosti. Nivo razvijenosti tržišta hartija od vrednosti neposredno i u najvećoj meri utiče na mogućnost korišćenja hartija od vrednosti u jednoj zemlji. Ipak, valja naglasiti da tržište hartija od vrednosti kod nas nije u dovoljnoj meri razvijeno, uprkos postojanju solidnog broja hartija od vrednosti, kao i izvedenih finansijskih instrumenata (Carić, 1996: 64).

Na tržištu hartija od vrednosti organizuje se promet samo onih finansijskih instrumenata čiji je promet dopušten, a po pravilu to se kod nas odnosi na sve hartije od vrednosti koje su regulisane u pozitivnom pravu. Da bi se obavljala trgovina hartija od vrednosti na tržištu, neophodno je da su hartije izdate na zakonit način, kao i da o izdavaocu predmetnih hartija od vrednosti i njegovom poslovanju postoji pozitivno mišljenje ovlašćenog revizora. Ne sme se trgovati hartijama od vrednosti onog izdavaoca protiv kojeg je pokrenut postupak likvidacije ili stečaja (Carić, 1996: 64).

Danas je karakteristično postojanje optimalnog broja tržišta hartija od vrednosti. Višestruki su razlozi disperzije trgovine na više tržišta: uspostavljanje konkurentskih organizatora tržišta (regulisana tržišta, multilateralne trgovačke platforme, organizovane trgovačke platforma, sistematski posrednici, OTC tržište), razvoj novih tehnologija, kultura neformalnog trgovanja, prekogranična konkurencija. Jedan od glavnih razloga svakako je podsticanje tržišne utakmice među profesionalnim učesnicima, prvenstveno investicionim društvima, čime se teži ukidanju monopola,

o čemu svedoči podatak da je u periodu od 1262. do 1379. godine Venecija isplaćivala kamate u iznosu od 5% godišnje, čime je utemeljeno poverenje u hartije od vrednosti i time postale zanimljive za trgovinu širom Mediterana (Jovanović, 2010: 2).

što je jedan od osnovnih principa pravnog režima MiFID direktive (Hudson, 2008: 50).

Kao i u drugim, nekadašnjim socijalističkim zemljama, i tržište hartija od vrednosti u Srbiji je relativno novijeg datuma, ukoliko uzmemo u obzir da je tek ponovnim osnivanjem Beogradske berze 27. decembra 1989. godine omogućena trgovina hartijama od vrednosti. Za tržište hartija od vrednosti tokom devedesetih godina, sve do donošenja niza zakona tokom dvehiljaditih godina, može se reći da je bilo centralizovano, odnosno celokupna trgovina vrednosnih papira odvijala se na berzi („svi na berzu i sve na berzu“) (Jeknić, 2000: 507). Na Beogradskoj berzi tokom devedesetih godina prošlog veka, usled poteškoća u redovnom odvijanju bankarskog sistema, trgovalo se isključivo komercijalnim i blagajničkim zapisima izuzetno kratkog roka dospelosti. Značajniji pomak u trgovanju akcijama realizovan je posle 2000. godine, kada su na sekundarno tržište BB uključene akcije iz postupaka privatizacije. Tokom 2003. i 2004. godine izvršena su značajna tehnološka unapređenja BB na polju razvoja platforme za trgovanje, čime je omogućeno daljinsko trgovanje, kao i trgovanje akcijama metodom kontinuiranog trgovanja (Strategija za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine, 2021: 14).

Savremena istorija domaćeg tržišta kapitala je relativno kratka budući da traje nešto duže od tri decenije. Uprkos tome, prethodni period pratila je aktivna reforma zakonodavstva tržišta kapitala, s obzirom na to da je promenjeno čak pet zakona do sada (1988, 1994. i 1995, 2002, 2006. i 2011. godine). Svaki od ovih zakona značajno je zaostajao za prihvaćenim standardima u uporednom zakonodavstvu razvijenih zemalja, što je slučaj i sa donedavnim Zakonom o tržištu kapitala iz 2011. godine, koji je kao osnovni cilj imao usklađivanje domaćeg prava sa komunitarnim pravom EU, premda je po pitanju organizacije tržišta kapitala u potpunoj suprotnosti sa opšteprihvaćenim tendencijama na tržištima kapitala zemalja članica Unije (Sovilj, 2022: 21).

Poučeni prethodnim iskustvom i učestalim poremećajima tržišta, zapaža se da je neophodna čvrsta regulativa i nadzor na tržištu kapitala, koji se realizuju na državnom nivou, ali i od strane samoregulatornih organizacija. Domaće tržište hartija od vrednosti karakterišu brojne osobenosti, kao što su: niska likvidnost

i nestabilnost tržišta, visoki rizici, slaba potražnja i uprošćena i neadekvatna ponuda finansijskih instrumenata dostupnih investitorima; manja transparentnost i efektivnost tržišta, visok nivo insajderskih informacija, manipulacija i špekulacija na tržištu; visoka koncentracija vlasništva, tj. blokova akcija u rukama malog broja pojedinaca; nekonkurentnost; značajno prisustvo stranih investitora, bez adekvatnog reciprociteta; neusaglašenost politike i mera različitih državnih organa, pritisci na Komisiju za hartije od vrednosti (Janković, 2006: 877). Prepreke daljem razvoju tržišta kapitala u Republici Srbiji su, u poređenju sa razvijenim zemljama sveta, između ostalog i: neizbalansirana raspodela finansijske imovine domaćinstva (najveći deo se odnosi na štednju), nedovoljno razvijena svest kompanija o mogućnosti finansiranja redovnog poslovanja i istraživanja i razvoja putem tržišta kapitala. Imajući u vidu da Republika Srbija u prethodnih nekoliko godina beleži konstantan privredni rast, kao i rast stranih investicija, razvijeno i stabilno tržište kapitala može dodatno da podstakne dalji rast privrednih aktivnosti u zemlji (Strategija za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine, 2021: 4). Upravo, poučeni iskustvom razvijenih ekonomija, očekivano je da viša stopa privrednog rasta neminovno dovede do osnaživanja i stabilizacije finansijskih institucija, između ostalog, i učesnika na tržištu kapitala (Ostojić, 2020: 138).

2. ISTORIJSKOPRAVNI RAZVOJ I ZNAČAJ REGULISANJA POLOŽAJA INVESTICIONIH DRUŠTAVA

2.1 EVOLUCIJA PRAVNOG REGULISANJA POLOŽAJA INVESTICIONIH DRUŠTAVA

Emisija i trgovina hartijama od vrednosti kao delatnost može se odvijati u nacionalnim i/ili međunarodnim (prekograničnim) okvirima. Stoga je neupitno da osim domaćih izvora prava i međunarodni izvori prava imaju krucijalnu ulogu u uređenju ove oblasti (Janković, 2021: 37). Formalnopravno posmatrano, položaj investicionih društava, kao i delatnost emisije i trgovine hartijama od vrednosti regulisani su prvenstveno nacionalnim propisima (zakoni, podzakonski akti, samostalni izvori). Međutim, poslednjih godina evidentna je tendencija preuzimanja (u potpunosti ili fragmentarno) međunarodnih pravila u predmetnoj oblasti. Međunarodni izvori prava obavezuju same države kao subjekte međunarodnih odnosa, a ponekad neposredno i osobe koje žive na njihovim teritorijama (Jovanović, 2009: 29). Najzad, kao značajan izvor prava pojavljuju se i pravila specijalizovanih međunarodnih finansijskih organizacija (npr. Međunarodni monetarni fond, Bazel-ski komitet za nadzor nad bankama, Grupacija svetska banka) čija pravila mogu bitno da se odraze na globalnu trgovinu finansijskih instrumenata. Manji pravni značaj imaju zaključci i saopštenja koje objavljuju nevladine međunarodne organizacije u predmetnoj oblasti – Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, Svetska federacija efektnih berzi, Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta (Jovanović, 2009: 35).

Od međunarodnih izvora prava u oblasti regulisanja položaja investicionih društava posebno su značajni propisi koji se usvajaju na nivou Evropske unije, s obzirom na to da kao država kandidat za članstvo u EU imamo obavezu implementiranja pomenutih

pravila u domaće zakonodavstvo. Stoga će u nastavku rada biti sagledani i analizirani najznačajniji međunarodni propisi u predmetnoj oblasti.

2.1.1 Inicijalni počeci pravnog regulisanja položaja investicionih društava

Koreni pravne regulative položaja investicionih društava na evropskom tlu datiraju još od 1960-ih godina. Naime, 1966. godine usvojen je *Segre* izveštaj koji se prvenstveno fokusirao na integrisanost tržišta hartija od vrednosti. Integracija evropskog tržišta kapitala podrazumevala je aktivno učešće investicionih društava u kretanju kapitala između različitih zemalja Evropske zajednice. Kako bi se formiralo stabilno i efikasno evropsko tržište kapitala, investiciona društva su morala biti u mogućnosti da odigraju istu ulogu kao i na domaćem tržištu, kako u prikupljanju, tako i u raspodeli sredstava. Stoga je u izveštaju konstatovano da glavna slabost i prepreka formiranju jedinstvenog evropskog tržišta hartija od vrednosti predstavlja različit položaj investicionih društava. Među brojnim ograničenjima koje su onemogućavale investiciona društva da učestvuju u kreiranju jedinstvenog evropskog tržišta kapitala, izveštaj je naveo različite fiskalne propise, devizni rizik, te interna pravila poslovanja i nadzorna ovlašćenja regulatornih tela unutar država (The Development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission, 1966: 269). Naredni korak načinjen je 1977. godine usvajanjem neobavezujućeg Kodeksa ponašanja (*Code of Conduct*) koji je sadržao opšte principe koji se odnose na regulisanje investicionih društava (Commission Recommendation 77/534/EEC).

Sve do 1993. godine i usvajanja Direktive o investicionim uslugama, države članice su regulisale položaj i poslovanje investicionih društava u različitom stepenu i na različite načine.¹⁰

¹⁰ Razjedinjenost pravnih režima na tržištu kapitala evropskih zemalja najbolje ilustruje komparativna studija profesora Edija Vajmerša (*Eddy Wymeersch*) s kraja 1970-ih godina. Primera radi, u Francuskoj je prenošenje berzanskih naloga, kao i upravljanje portfeljem bilo regulisano merama zaštite investitora. U Velikoj Britaniji brokerski poslovi i poslovi investicionog savetovanja bili su regulisani Zakonom o prevenciji investicionih prevara. Interni propisi Londonske berze sadržali su uslove

Regulativa je varirala u zavisnosti od toga da li je finansijski posrednik bio kreditna institucija (ovlašćena banka), diler koji je registrovan kod berze, ili posrednik koji pruža usluge investicionog savetovanja, odnosno upravljanja portfeljem na vanberzanskom tržištu. Dok su regulatorni zahtevi pojedinih država članica EU onemogućavala društva iz drugih zemalja da ponude investicione usluge, odsustvo pravne regulative u određenim zemljama ometalo je dalji razvoj integrisanog tržišta kapitala. Problemi integrisanosti izazvani različitim pristupom u regulisanju položaja investicionih društava postali su akutni krajem 1980-ih i početkom 1990-ih, kada su promene tržišnih uslova i naglašena regulatorna aktivnost doveli do brojnih novih nacionalnih pravnih režima (Moloney, 2014: 327–328).

U Beloj knjizi *Završavanje unutrašnjeg tržišta* (White Paper *Completing the Internal Market*) objavljenoj 1985. godine, Evropska komisija je naznačila da je dotadašnje iskustvo pokazalo da preterano oslanjanje na harmonizaciju propisa nefleksibilno i da sprečava finansijske inovacije na tržištu. Shodno tome, u Beloj knjizi je predloženo da svaka država članica zadrži sopstveni sistem regulisanja tržišta kapitala i da integrisano evropsko tržište bude podržano uzajamnim priznanjem regulative koju sprovodi svaka država članica, te da prekogranična aktivnost bude inkorporirana u regulatorni i nadzorni režim država članica (Moloney, 2014: 328).

2.1.2 Direktiva o investicionim uslugama iz 1993.

Jaz u pravnom režimu poslovanja investicionih društava delom je otklonjen donošenjem Direktive o investicionim uslugama, koja je primenila model Druge direktive o bankarskoj koordinaciji na investiciona društva (Second Council Directive 89/646/EEC). Direktiva o investicionim uslugama predvidela je sistem decentralizovanog izdavanja dozvole (pasoša) investicionim društvima za

za ulaganje samo za direktore kompanija organizovanih kao društva sa ograničenom odgovornošću, dok su druge kompanije bile podložne kapitalnim zahtevima. U Belgiji i Holandiji za pružene brokerske (posredničke) poslove društva su naplaćivala proviziju, dok su poslove investicionog savetovanja i portfolio upravljanja nudili besplatno (Wymeersch, 1977: 59).

poslovanje širom Unije. Sistem koji je konstituisala pomenuta Direktiva zasnivao se na četiri mere kojim je uspostavljen jedinstven pravni režim za sva investiciona društva koja posluju širom EU. Te mere su sledeće: 1) jedna dozvola (jedan pasoš); 2) minimalna harmonizacija nacionalnih prava; 3) nacionalni tretman i 4) nadzor države porekla (Jovanović, 2011: 230). Mera jednog pasoša (*single passport*) omogućavala je investicionim društvima da posluju u svim državama članicama EU na osnovu dozvole koje im izdaje njihova nacionalna država, tj. država porekla (*home member state*). Država porekla investicionog društva je ona u kojoj je društvo nastanjeno. To implicira da u toj državi društvo ima sedište ukoliko je pravno lice, odnosno prebivalište ukoliko je fizičko lice. Dalje, to ukazuje da je dozvola države porekla investicionog društva važila kao „evropska“ dozvola tokom njegovog poslovanja u drugim državama članicama EU, budući da su države članice bile obavezne da je priznaju kao svoju po načelu uzajamnog priznavanja nacionalnih država (Jovanović, 2011: 230). Uporedo sa Direktivom o investicionim uslugama usvojena je i Direktiva o adekvatnosti kapitala kojom su regulisani kapitalni zahtevi, koji se primenjuju na brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke u pogledu pružanja investicionih usluga i obavljanja aktivnosti (Council Directive 93/6/EEC).

Međutim, uprkos tome što su mere uspostavljene Direktivom o investicionim uslugama značajno doprinele razvoju tržišta kapitala, pre svega, omogućivši investicionim društvima da prošire delokrug poslovanja širom EU, i time ostvare dodatne prihode, praksa je ubrzo demonstrirala ograničeni pravni domašaj Direktive. Naime, Direktiva je regulisala tradicionalne poslove investicionih društava, ne uzimajući u obzir savremene tokove i inovacije na finansijskom tržištu. Takođe, delokrug finansijskih instrumenata koje je uređivala Direktiva bio je ograničen, posebno u pogledu izvedenih finansijskih instrumenata (derivata). Naročito je bila problematična primena člana 11 Direktive kojim je regulisano poslovanje investicionih društava (Council Directive 93/6/EEC). Kako nije bila uspostavljena jedinstvena regulativa poslovanja, već su uspostavljeni minimalni principi kojih su se države članice morale pridržavati, države su usvojile različite režime poslovanja investicionih društava. Problemi poslovanja, troškovi prevođenja, te usklađenost i primena višestrukih pravilnika, teškoće u utvrđivanju koja

pravila se primenjuju kada relevantna država članica nije navela koja pravila primenjuje na investiciona društva za izdavanje pasoša, kao i primena pravila o zaštiti investitora protiv investicionih društava koja su ometala integraciju tržišta kapitala, doprinela su da član 11 postane „glavni kamen spoticanja“ za izdavanje pasoša (Moloney, 2014: 330). U praksi tržište je funkcionisalo kao zbir objedinjenih nacionalnih tržišta kapitala država članica, delimično povezanih i pravno usklađenih, umesto jednog, integrisanog tržišta svih članica EU sa ravnopravnim učesnicima i jedinstvenim pravnim režimom, kako je prvobitno bilo planirano. Države članice su dopunjavale pravila iz Direktive o investicionim uslugama u svoje nacionalne propise, budući da su imale pravo na to shodno načelu minimalne harmonizacije, što je rezultiralo brojnim razlikama u pravnom režimu poslovanja investicionih društava između njihovih nacionalnih tržišta. Primera radi, investiciono društvo iz jedne države bilo je obavezno da se podvrgne različitim pravilima u pružanju nalogoprimačkih i kupoprodajnih poslova, u zavisnosti od države u kojoj je poslovalo. Upravo različiti pravni režimi, te mogućnost povrede propisa i eventualna sankcija države odvrćala je investiciona društva da slobodno posluju izvan države svog porekla (Jovanović, 2011: 237).

Krajem prošlog veka postalo je očigledno da regulatorni okvir investicionih usluga ne prati razvoj tržišta kapitala, niti doprinosi integrisanosti evropskog tržišta kapitala, odnosno ne stimuliše investicije i zapošljavanja, kao i druge pogodnosti unutar privrede. Istovremeno, beleženo je povećanje prekogranične aktivnosti, uglavnom usled dejstva tri faktora – liberalizacije (odnosno, uklanjanje prepreka za investiranje i trgovinu), povećanja kolektivnih ulaganja i tehnološkog napretka koji je dodatno stimulisao prekograničnu povezanost investicionih društava (Višekruna, 2018: 656). Nezadovoljavajuće stanje integrisanosti tržišta postala je ključna preokupacija Komisije. Program koji je sastavila Komisija 1998. godine – Akcioni plan za pretfinansijske usluge (pre-Financial Services Action Plan (FSAP) Communication) o „Finansijskim uslugama: Izgradnja okvira za akciju“ istakao je da prednosti integracije jedinstvenog unutrašnjeg tržišta kapitala nisu realizovane. Komisija je upozorila da je odložena primena Direktive prouzrokovala rigidnost tržišta kapitala, što je rezultovalo nedostatkom

konkurencije i otežanim pristupom tržištu. Pored toga, tržišne inovacije su potisnute, dok investiciona društva nisu konkurentna, niti su pripremljena za predstojeće inovacije koje će doneti evro (Communication from the Commission, Financial services: Building a framework for action). Naredne, 1999. godine donet je Akcioni plan za finansijske usluge (*Financial Services Action Plan – FSAP*), koji je predvideo potrebne mere kako bi se postiglo jedinstveno tržište finansijskih usluga, predviđajući suštinsku reformu Direktive o investicionim uslugama (Communication from the Commission, Implementing the framework for financial markets: action plan). Istovremeno, regulatorni okvir za jedinstveno evropsko tržište kapitala bio je predmet oštih kritika u Lamfalusijevom izveštaju (*Lamfalussy Report*). U izveštaju se iznose nedostaci važećeg režima, poput razjedinjenosti tržišta kapitala, nacionalne smetnje slobodi kretanja kapitala, te nepotpunost propisa EU. Naravno je bilo istaknuta sporost odlučivanja nadležnih organa EU, usled čega se kasnilo u pravnom regulisanju inovativnih pojava na tržištu kapitala, što je omogućavalo investicionim društvima izvan EU, a pre svih, iz SAD-a, da preuzmu vodeću ulogu na globalnom tržištu kapitala (Jovanović, 2011: 239).

2.1.3 Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. (MiFID)

Iz pomenutih aktivnosti proistekao je Predlog Direktive o tržištima finansijskih instrumenata (*MiFID i Proposa*). Predlogom direktive proširen je spektar investicionih usluga koje pružaju investiciona društva u okviru jedne dozvole (pasoša), a takođe je proširen režim ovlašćenja i operativne regulative koji je uključivao nova pravila ponašanja i prudencijalnu kontrolu. Uz to, pojednostavljeno je izdavanja dozvole investicionim društvima putem novog postupka obaveštavanja, te značajno umanjena nadležnost države domaćina da interveniše u regulisanju i nadziranju prekograničnih investicionih usluga (Moloney, 2014: 332). Nakon samo 18 meseci od predstavljanja Predloga, u aprilu 2004. godine usvojena je Direktiva o tržištima finansijskih usluga (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), kao osnovni sistemski propis Evropske unije kojim se uređuje tržište kapitala. Direktiva je

detaljno razrađena putem dva propisa niže pravne snage iz 2006. godine – 1) Regulativa (uredba) 1287/2006 EZ o primeni Direktive 2004/39 u vezi sa obavezom držanja evidencija za investiciona društva, izveštavanjem o transakcijama, transparentnosti tržišta, prijemom hartija od vrednosti u trgovinu i određenim pojmovima za potrebe navedene Direktive (Commission Regulation (EC) No 1287/2006); i 2) Direktiva Komisije 2006/73 o primeni Direktive 2004/39 u vezi sa organizacionim zahtevima i uslovima poslovanja investicionih društava i o određenim pojmovima za potrebe navedene direktive (Commission Directive 2006/73/EC).

Delokrug i kompleksnost primene Direktive o tržištima finansijskih instrumenata uslovilo je neobično dugo produženje prvobitnog roka za implementaciju. Prvobitni rok implementacije produžen je do 2006. godine, prateći tržišne i političke zahteve koji su odražavali nastale poteškoće opsežnim procesom usvajanja administrativnih pravila, s obzirom na to da države članice Unije nisu uspele da usaglase svoja nacionalna zakonodavstva sa Direktivom. Zakonodavni i administrativni procesi su dizajnirani da budu simultani, međutim, administrativna pravila nisu usvojena sve do septembra 2006. godine. Posebnom Direktivom 2006/31/EZ odložena je primena sve do novembra 2007. godine (Directive 2006/31/EC). Period od usvajanja do primene direktive trebao je da omogući investicionim društvima da se prilagode potrebnim sistemskim promenama u svom poslovanju. Kao osnovni principi Direktive istaknuti su: načelo jednakog tretmana za investiciona društva u prekograničnoj trgovini, transparentnost tržišta, nedisriminatorski tretman svih učesnika na tržištu, marljivo korporativno upravljanje, izbegavanje sukoba interesa, kao i efikasna zaštita ulagača (Moloney, 2014: 333).

Načelno posmatrano, dalje objedinjavanje evropskog tržišta kapitala prema Direktivi o tržištima finansijskih instrumenata postiže se istim merama kao prema staroj Direktivi. I dalje je ostalo na snazi načelo jednog pasoša za obavljanje delatnosti investicionih društava, koju izdaje država porekla, pri čemu je automatski priznaju sve ostale države članice EU. Dozvola za rad punovažna je u celoj Evropskoj uniji i investicionom društvu omogućava pružanje investicionih usluga ili obavljanje aktivnosti bilo putem osnivanja filijale, bilo neposrednim pružanjem usluga (Direktiva

o tržištima finansijskih instrumenata, 2004, čl. 6, st. 3). To implicira da je i dalje zadržan sistem decentralizovanog izdavanja dozvole, s obzirom na to da Direktivom nije uspostavljen centralni regulatorni (i nadzorni) organ na teritoriji cele EU, koji bi bio nadležan da izdaje dozvole za rad investicionim društvima iz svih država članica. Takođe, zadržano je načelo nacionalnog tretmana investicionih društava u državi porekla, kao i sistem decentralizovanog nadzora nad poslovanjem društava, budući da ga i dalje sprovodi država porekla (Jovanović, 2011: 241). Jedina značajna novina u odnosu na režim uspostavljen Direktivom iz 1993. godine jeste uvođenje načela maksimalne harmonizacije, umesto dotadašnje mere obavezne minimalne harmonizacije. To nam implicira da se Direktivom detaljno reguliše poslovanje investicionih društava na tržištu kapitala, bez mogućnosti država članica da ta prava drugačije regulišu svojim nacionalnim propisima, osim u pitanjima u kojim im Direktiva to izričito dopušta (Jovanović, 2011: 241).

Načelo maksimalne harmonizacije omogućava postizanje dva ekonomsko-politička cilja. Kao prvo, uspostavljanjem načela maksimalne harmonizacije onemogućava se državama članicama da izigravaju odredbe Direktive, predviđanjem i uslovljavanjem dodatnih zahteva za poslovanje investicionih društava iz drugih država članica na njenom nacionalnom tržištu, stavljajući ih u podređeni položaj u odnosu na domaća investiciona društva. Ovim načelom, zapravo se onemogućuju države članice da zatvore nacionalna tržišta kapitala za investiciona društva iz drugih država članica, čime se omogućava ravnopravnost investicionih društava iz svih zemalja članica EU na svim nacionalnim tržištima kapitala, doprinoseći time stvaranju integrisanog unutrašnjeg tržišta kapitala. Drugo, načelom maksimalne harmonizacije derogira se zakonodavno nadmetanje između država članica s ciljem davanja povoljnijih uslova za poslovanje investicionim društvima na nacionalnom tržištu, kako bi se privukao kapital iz drugih država članica. Nadmetanje je omogućeno jedino u pitanju efikasnosti rada nadzornih organa, što je predmet administrativnopravne prakse i kadrovske sposobnosti nadzornih tela (Jovanović, 2011: 242).

Pored već navedenih novina u vezi sa tržišnom utakmicom, Direktiva sadrži značajne novine koje se odnose na poslovanje investicionih društava. MiFID je predvideo širok spektar

glavnih investicionih poslova,¹¹ koja investiciona društva mogu preduzimati, uključujući upravljanje multilateralnom trgovačkom platformom i investiciono savetovanje, kao i široku lepezu novih finansijskih instrumenata, uključujući robne derivate (*commodity derivatives*), kreditne zaključnice (*credit derivatives*), egzotične zaključnice (*exotic derivatives*) i poslove razlike (*contract for differences*). Direktiva je nametnula novi pravilnik investicionim društvima koji se odnosi na prudencijalnu regulativu, uključujući sisteme kontrole, upravljanje imovinom i sukobom interesa, te propise o ponašanju i finansijskom izveštavanju (Moloney, 2014: 333).

Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata više puta je novelirana, pre usvajanja MiFID II 2014. godine. Izmenama iz 2007. godine revidirana su pravila koja se odnose na nadzor nad sprovođenjem akvizicije investicionih društava, dok je 2008. godine sprovedena revizija postupka koji se odnosi na usvajanje administrativnih pravila. Poslednjim izmenama iz 2010. godine uspostavljena je Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržišta kapitala (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) (Moloney, 2014: 335).

U jeku svetske ekonomske krize, Komisija je sprovela studiju o troškovima implementacije Direktive o tržištima finansijskih instrumenata. Studija je utvrdila da je primena MiFID I bila glavni pokretač povećanja troškova poslovanja investicionih društava i banaka, i da su troškovi najviše pogodili mala investiciona društva. S druge strane, društva ističu prednost usklađivanja sa MiFID I u

¹¹ Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata diferencira glavne (redovne) i sporedne (pomoćne) poslove investicionog društva, pri čemu društvo može samostalno da obavlja jedan ili više glavnih poslova, dok pomoćne poslove može da izvršava samo uz neki od glavnih poslova. Glavni poslovi prema MiFID I su sledeći: 1) nalogoprimački poslovi, 2) preprodaja hartija od vrednosti (dilerski poslovi), 3) upravljanje portfeljima, 4) poslovi u emisiji kao što su pokroviteljstvo i zastupanje emitenta, 5) investiciono savetovanje, 6) upravljanje multilateralnom trgovačkom platformom. Sporedni poslovi su: 1) čuvanje i upravljanje hartijama od vrednosti za račun klijenta, 2) pozajmljivanje hartija od vrednosti ili novca klijentu radi omogućavanja izvršenja njegovih obaveza u ročnim poslovima bez pokrića, 3) savetovanje kompanija o strukturi kapitala, poslovnoj strategiji, a posebno o statusnim promenama (spajanje, pripajanje i odvajanje društava), 4) devizno poslovanje ako je povezano sa poslovima hartija od vrednosti, 5) istraživanje i proučavanje tržišta kapitala i donošenje zaključaka, smernica i preporuka o njegovim kretanjima, 6) usluge povezane sa pokroviteljstvom emisije, 7) usluge u vezi sa trgovinom zaključnicama izdatim u ročnim kupoprodajama robe (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2004, Prilog 1, Odeljak A).

pogledu regulatornih zahteva i upravljanja reputacionim rizikom, kao i sveukupne prednosti strožeg regulatornog režima poslovanja. Istraživanje je dokumentovalo da su najveći troškovi investicionih društava proizašli iz usklađenosti sa MiFID I i prudencijalnim zahtevima, a posebno sa novom klasifikacijom klijenata, obelodanjivanjem izveštaja, pravilima o izbegavanju sukoba interesa, pravilom najboljeg izvršenja naloga klijenata, IT infrastrukturom (Survey on the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures, 2009: 24).

2.1.4 Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. (MiFID II)

Uprkos brojnim revizijama, Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata nije mogla da odgovori na sve zahteve tržišta. Stav Komisije bio je da nisu potrebne „velike korekcije“ MiFID I, već da je prikladnije usmeriti se na rešavanje i popravljanje „vidljivih nedostataka“. U fazi izrade MiFID II osnovni režim poslovanja investicionih društava nije bio u značajnoj meri osporavan, iako su se pojavila određena, sporna pitanja, posebno u pogledu obima i tretmana investicionih usluga povezanih sa osiguranjem, kao i tretmana učesnika iz trećih zemalja (Moloney, 2014: 338–339).

Iako je manje radikalna od drugih segmenata reforme finansijskog tržišta EU, novi regulatorni režim investicionih društava kreiran je u vreme finansijske krize. Proširenje regulatornog okvira, poboljšanje zaštite profesionalnih investitora, podsticanje na razborito upravljanje i preuzimanje rizika u poslovanju, te angažovanje investicionih društava iz trećih zemalja, samo su neka od pitanja koja se povezuju sa reformskim planom iz perioda krize. Naime, na regulatorni režim investicionih društava prema MiFID II/MiFIR iz 2014. neposredno su uticale prethodne reforme sprovedene u doba krize, posebno u pogledu upravljanja rizikom i primerenosti kapitala, a koje su inkorporisane u Direktivu o adekvatnosti kapitala iz 2013. godine (Directive 2013/36/EU) i Regulativu o OTC derivatima i drugoj ugovornoj strani (Regulation (EU) No 648/2012). Zaključak je da pravni režim poslovanja investicionih društava propisan MiFID II direktivom predstavlja

jedinstveni pravilnik koji uređuje ovlašćenja i poslovanje investicionih društava, čime se derogira dotadašnje diskreciono pravo država članica EU da usvoje sopstvena pravila u predmetnoj oblasti. *De facto* maksimalna harmonizacija MiFID II direktive ogleda se u primeni odredbi koje se odnose na imovinu investicionih društava, te zahteva u pogledu njihovog poslovanja, uključujući odredbe o sukobu interesa. U navedenim oblastima, države članice mogu, u izuzetnim slučajevima, nametnuti restriktivnije zahteve investicionim društvima, međutim, ti zahtevi moraju biti objektivno opravdani i proporcionalni, kako bi se postigla veća zaštita investitora od specifičnih rizika i održala integritet tržišta kapitala, a koji su od posebnog značaja u okolnostima tržišne strukture države članice u pitanju (Moloney, 2014: 340).

MiFID II direktiva primenjuje se na investiciona društva, tržišne operatere, pružaoce usluga dostave podataka (*providers*) i investiciona društva iz trećih zemalja koja pružaju investicione usluge ili obavljaju investicione aktivnosti osnivanjem filijale u EU. Direktivom su utvrđeni zahtevi u pogledu osnivanja investicionih društava i uslova poslovanja društava, pružanje investicionih usluga i obavljanje investicionih aktivnosti od strane društava iz trećih zemalja osnivanjem filijale, odobrenje za rad i poslovanje organizovanih tržišta, te sprovođenje nadzora nad učesnicima na tržištu kapitala. Takođe, delokrug MiFID II direktive proširen je na ovlašćene banke kada pružaju jednu ili više investicionih usluga i/ili obavljaju investicione aktivnosti (Direktiva o adekvatnosti kapitala, 2013, čl. 1, str. 1–3). Međutim, polje primene MiFID II direktive na ovlašćene banke je ograničenog domašaja, budući da je poslovanje ovlašćenih banaka detaljno regulisano Direktivom o adekvatnosti kapitala iz 2013. godine. Određeni set pravila koji se prvenstveno odnosi na operativna pravila i pravila ponašanja ovlašćenih banaka, kao i režim nadzora nad njihovim poslovanjem regulisan je MiFID II direktivom. Primenom MiFID II nastojale su se popuniti pravne praznine u režimu predviđenom Direktivom o adekvatnosti kapitala u pogledu regulisanja tržišnog ponašanja ovlašćenih banaka (Moloney, 2014: 342).

Na osnovu prethodno navedenog, zapaža se da je delokrug MiFID II direktive organizovan na funkcionalnoj osnovi. Naime, funkcionalan pristup podrazumeva da je pružanje „investicionih

usluga i/ili aktivnosti“ nezavistan od organizacionog ili pravnog statusa pružaoca usluga.¹² Shodno tome, primena MiFID II direktive ne zavisi od toga da li je pružalac usluge multiservisno investiciono društvo, specijalizovano investiciono društvo ili ovlašćena banka. Navedeni pristup je u skladu sa strukturom investicionih usluga EU, koji je prvi put uveden 1993. godine Direktivom o investicionim uslugama, ali i pređašnjom finansijskom krizom, čime se nastoji izbeći pravna praznina usled promena izazvanih finansijskim i tehničkim inovacijama na tržištu (Moloney, 2014: 341). Međutim, MiFID II se ne odnosi na sve investicione usluge i aktivnosti, već isključivo na one usluge koje se odnose na promet finansijskih instrumenata. MiFID II se ne primenjuje na investicione proizvode u vezi sa osiguranjem, čime je isključena njena nadležnost na osiguravajuća društva i posrednike u osiguranju, iako se bave kupoprodajnim i savetodavnim poslovima u vezi sa investicionim proizvodima (Moloney, 2014: 341).

Usvajanju MiFID II direktive prethodilo je uspostavljanje Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržište kapitala (ESMA) 2011. godine, čime je omogućeno donošenje administrativnih pravila za sve učesnika na tržištu kapitala. Uloga ESME, kao nezavisne uprave (*authority*) na tržištu kapitala, ogleda se u očuvanju stabilnosti finansijskog sistema EU obezbeđivanjem integriteta, transparentnosti i efikasnosti, kao i unapređenju funkcionisanja tržišta kapitala, jačanju zaštite investitora i saradnji između nadležnih nacionalnih regulatora (Moloney, 2014: 907–910). Uredbom br. 1095/2010 o osnivanju Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržište, ESMA je određena kao nezavisno telo EU kome je priznato svojstvo pravnog lica (Regulation (EU) No 1095/2010, čl. 5). Iako termin „agencija“ nije formalno pravno primenjen, ESMA je *de facto* agencija, s obzirom na to da ima brojne karakteristike tradicionalnih agencija EU, poput: pravnog subjektiviteta, određenog stepen nezavisnosti, uspostavljena je pod sekundarnim pravom EU i kreirana da unese stručne i tehničke

¹² Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. godine zadržava strukturu glavnih i pomoćnih investicionih usluga ustanovljenu Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. godine. Novina je uvođenje dodatnog posla u listu glavnih poslova – upravljanje organizovanom trgovačkom platformom (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, Prilog 1, Odeljak A).

kapacitete u proces donošenja pravila (Moloney, 2014: 909). Zapravo, prilikom osnivanja, Evropskom nadzornom telu za hartije od vrednosti i tržište dodeljena je uloga „čuvara tržišta kapitala širom EU“. Pored toga, poučeni iskustvom globalne ekonomske krize iz 2007. godine, kada su agencije za kreditni rejting kritikovane zbog netransparentnosti u njihovim procenama i eventualnog sukoba interesa, ESMI je, takođe, dodeljeno njihovo regulisanje.

2.1.5 Akcioni planovi – uspostavljanje unije tržišta kapitala

Slobodan protok kapitala jedno je od osnovnih načela na kojima se temelji Evropska unija. Uprkos ostvarenom napretku proteklih decenija, evropska tržišta kapitala su i dalje relativno nerazvijena i fragmentisana, naročito u poređenju sa tržištem kapitala SAD. Jaz između tržišta kapitala država članica i dalje je izražen i veći je od onog između EU i SAD (Akcioni plan o uspostavljanju tržišta kapitala, 2015: 3).

Dosadašnja reforma evropskog zakonodavstva tržišta kapitala imala je za cilj prvenstveno harmonizovanje propisa koji se odnose na poslovanje učesnika na tržištu, sa idejom integrisanja nacionalnih tržišta kapitala u jedinstveno evropsko tržište kapitala. Ideja integracije nacionalnih tržišta u jedinstveno evropsko tržište kapitala podrazumeva mogućnost pristupa finansijama i mogućnostima štednje i ulaganja za sve učesnike na tržištu, bez obzira na to iz koje zemlje članice EU oni potiču i gde se nalaze (Jevremović Petrović, 2022: 632). Time bi se proširio delokrug poslovanja investicionih društava, omogućavanjem jednostavnijeg pristupa tržištu kapitala EU. Koncept unije tržišta kapitala EU ne podrazumeva da će tržišta kapitala prestati da budu nacionalna. Naprotiv, uprkos evropskoj integrisanosti, nacionalna tržišta kapitala bi zadržala lokalne karakteristike, uz uklanjanje suvišnih prepreka koje im sprečavaju ili otežavaju pristup. Uspostavljanje jedinstvenog tržišta kapitala EU donelo bi značajne benefite kako za privredne subjekte u vidu dodatnog finansiranja, tako i za pojedince i potrošače u vidu novih investicija. S druge strane, značajnija integrisanost tržišta kapitala i postepeno uklanjanje nacionalnih barijera dovelo bi do pojave novih rizika, tako da bi naročita pažnja

bila usmerena objedinjenom nadzoru i kontroli rizika s ciljem očuvanja finansijske stabilnosti (Jevremović Petrović, 2022: 612).

Akcionim planom iz 2015. godine inicirano je uspostavljanje unije tržišta kapitala, zarad jačanja evropske ekonomije i podsticanja investiranja, naročito nakon globalne ekonomske krize i recesije. Jačanje tržišta kapitala obezbedilo bi nove izvore finansiranja za privredne subjekte (putem dužničkih hartija od vrednosti), ponudilo raznovrsnije mogućnosti štednje, te povećalo otpornost ekonomija na različite rizike (Akcionni plan o uspostavljanju tržišta kapitala, 2015: 3).

U međuvremenu, uprkos ostvarenom napretku, bilo je potrebno dalje produbljivanje unije tržišta kapitala. Stoga je Evropska komisija razvila i usvojila novi Akcioni plan u septembru 2020. godine. Plan se zasniva na novoj realnosti, odnosno potrebi ubrzanog oporavka EU od posledica pandemije bolesti virusa COVID-19, kao i izlaska Velike Britanije iz Unije (Višekruna, 2022: 99–120). Takođe, Planom se predviđa dalji razvoj tržišta, kako bi se obezbedila sredstva koja su neophodna za realizaciju evropskog zelenog plana,¹³ novog digitalnog okruženja, brojnih socijalnih izazova, za koja su potrebna izuzetno velika ulaganja. Da bi se postigli navedeni ciljevi neophodno je da tržišno finansiranje bude glavni pokretač i oslonac dugoročnog oporavka i budućeg rasta (Akcionni plan, 2020, 1–3). Shodno tome, akcioni plan sadrži nekoliko predloga koji se odnose na alternativne izvore finansiranja, kreditiranje banaka, ulaganja u infrastrukturu i prepreke za prekogranične investicije. Akcionom planu prethodila je Zelena knjiga (*Green Paper*). Prema Zelenoj knjizi, unija tržišta kapitala trebalo bi da maksimizira prednosti tržišta kapitala za privredu, radna mesta i ekonomski rast (Green Paper – Building a Capital Markets Union, 2015). Cilj unije tržišta kapitala je uspostavljanje jedinstvenog tržišta kapitala za sve države članice EU uklanjanjem barijera za prekogranične investicije unutar EU, kao i intenzivnije povezivanje sa globalnim tržištima

¹³ Koncept zelenih finansija pretpostavlja implementiranje novih metoda i tehnologija koje imaju za cilj kreiranje novih, tzv. zelenih finansijskih proizvoda i usluga, a koje prevashodno uzimaju u obzir zaštitu životne sredine, energetske efikasnost, smanjenje emisije štetnih gasova, reciklažu i očuvanje biodiverziteta (Sovilj, 2020: 139).

kapitala (Mäntysaari, 2022: 392). Unija tržišta kapitala trebalo bi da bude ustrojena na čvrstim osnovama finansijske stabilnosti sa jedinstvenim pravilima za finansijske usluge koje se dosledno i efikasno sprovode. Istovremeno, unija tržišta kapitala treba da pruži efikasan nivo zaštite investitorima i potrošačima, što bi u krajnjem slučaju, trebalo da doprinese privlačenju investicija iz celog sveta i povećanju konkurentnosti tržišta kapitala EU (Mäntysaari, 2022: 392). Iako je ostvaren određeni pomak, nije ostvaren pun potencijal unije tržišta kapitala, kao i prednosti koje bi unija mogla pružiti stanovništvu i privredi kroz postojanje konkurentnih, efikasnih i pouzdanih izvora finansiranja i investicija.

Pitanje unije tržišta kapitala je stavljeno na vrh prioriteta Evropske komisije kako bi se osigurala podrška ekonomskom oporavku nakon krize izazvane pandemijom bolesti virusa COVID-19, ali i za potrebe finansiranja zelene i digitalne tranzicije (Strategija za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine, 2021: 7). I dalje, kao prioritetni cilj ostaje integracija nacionalnih tržišta kapitala u istinski jedinstveno tržište kapitala. Uprkos delimično ostvarenom napretku u vidu usvojenih brojnih pravnih propisa i strategija, tržište je i dalje ostalo podeljeno, sa značajnim razlikama i stepenom razvijenosti u zemljama članicama EU. Akcionim planom iz 2020. predviđene su mnogobrojne mere i aktivnosti kojima bi trebalo da se otklone i prevaziđu razlike u pravnom režimu ili uspostavljenoj nacionalnih praksi, a koja je posebno prisutna u oblasti poreskog, kompanijskog i stečajnog prava (Akcioni plan, 2020: 12).

Nedvosmisleno je da će usvojene mere i instrumenti doprineti daljem razvoju i integrisanju tržišta kapitala EU. Međutim, uspostavljanje unije tržišta kapitala nije predmet samo pravnog regulisanja, već ekonomsko i političko pitanje, te je sasvim nereallyno očekivati konačnu integrisanost tržišta kapitala EU u doglednoj budućnosti. U stručnoj literaturi neretko su isticani stavovi da je politika pojedinih država članica EU bila takva da načelno podržavaju uniju tržišta kapitala, dok, s druge strane, nacionalne reforme imaju upravo kontraefekat, u nastojanju da zaštite domaće finansijske institucije i privredu (Jevremović Petrović, 2022: 632).

2.2 EVOLUCIJA PRUDENCIJALNE REGULATIVE – MEĐUNARODNI IZVORI PRAVA

Na međunarodnom nivou sistemski rad na kodifikaciji prudencijalnih pravila započet je sredinom sedamdesetih godina prošlog veka. Urušavanje bankarskog sistema sedamdesetih godina imalo je za posledicu rastuću nestabilnost na finansijskom tržištu, što je iniciralo osnivanje Bazelskog komiteta za nadgledanje banaka.

Bazelski komitet za nadzor nad bankama (*Basel Committee on Banking Supervision*) osnovan je krajem 1974. godine od strane guvernera centralnih banaka najrazvijenijih zemalja Grupe 10, nakon kolapsa nemačke Banke Herštat (*Bankhaus Herstatt*).¹⁴ Članovi komiteta su centralne banke sledećih zemalja: Belgije, Francuske, Holandije, Luksemburga, Italije, Japana, Kanade, Nemačke, Španije, Švedske, Švajcarske, Velike Britanije i Sjedinjenih Američkih Država. Odlučeno je da sedište novoosnovanog komiteta bude u okviru Banke za međunarodna poravnanja (*Bank for International Settlements – BIS*)¹⁵ u Bazelu u Švajcarskoj, u okviru kojeg postoje još dva komiteta nacionalnih eksperata: Komitet za globalni finansijski sistem (*Committee on the Global Financial System*) i Komitet za platne i obračunske sisteme (*Committee on Payments and Settlements Systems*).

Jedan od osnovnih ciljeva koji je postavljen pred komitet uoči osnivanja, bio je unapređenje preventivnog nadgledanja poslovanja banaka. Ovako postavljen cilj u osnovi obuhvata širok spektar pitanja u oblasti finansijskog poslovanja: od neophodnosti da se zatvore propusti u međunarodnom nadzoru, u smislu da ni jedna inostrana finansijska institucija ne može izbeći kontrolu,

¹⁴ Banka Herštat je bila najveća nemačka banka u Kelnu i bila je veoma aktivna na deviznom tržištu, usled čega je pretrpela veliku izloženost kapitala, što je i prouzrokovalo krah 1974. godine (Sarkany, 2014: 9).

¹⁵ Banka za međunarodna poravnanja, kao najstarija međunarodna finansijska institucija, osnovana je 1930. godine u Hagu, radi uspostavljanja saradnje između centralnih banaka širom sveta. Tokom 1948. godine, Banka je počela sa sprovođenjem evropskog platnog i obračunskog prometa i time poslužila kao centar obračuna u okviru Evropske platne unije. Bankom upravlja Odbor direktora, koji je sačinjen od 17 članova iz Grupe 10. Osim obezbeđivanja kratkoročnih kredita za pokrivanje likvidnosti centralnih banaka, Banka, takođe, investira na međunarodnom tržištu kapitala, čime se približava komercijalnim bankama (Jovanić, 2009: 204–205).

kao i da nadzor bude adekvatan, do potrebe da se uvede zajednički sistem merenja primerenosti kapitala (Matić, 2009: 108).

Bazelski komitet je neformalna organizacija, koja ne raspolaže formalnim internacionalnim kontrolnim ovlašćenjima. Stoga, smernice i preporuke koje izdaje i dokumenta koja usvoji nisu obavezujuća, sve dok ih zakonodavni organi ne unesu u nacionalne sisteme (tzv. *soft law*). Sem toga, komitet izdaje standarde nadzora i preporuke najbolje prakse, ali zaključci nisu pravno obavezujući (Sarkany, 2014: 10). Među prvim dokumentima koje je izdao komitet još od svog osnivanja, kada je reč o preventivnom nadzoru, jeste dokument pod nazivom *Konkordat* iz 1975. godine. Ovim dokumentom izdate su preporuke za podelu odgovornosti u postupku kontrole filijala banaka u inostranstvu. Cilj je bio uskladiti preventivni nadzor nadležnih organa iz zemlje porekla i domaćih nadležnih organa. Sledeći značajan dokument jesu *Principi kontrole bankarskih stranih institucija*, iz 1983. godine i predstavljao je revidiranu verziju Konkordata iz 1975. godine. Predviđao je procenu primerenosti kapitala banaka na konsolidovanoj osnovi (Ellinger, Lomnicka & Hare, 2011: 77). U saradnji sa nadzornim vlastima iz mnogih zemalja izvan Grupe 10, Bazelski komitet je tokom 1997. godine objavio dokument *Osnovni principi efikasne bankarske supervizije*, a dve godine kasnije i *Osnovne principe metodologije* (Matić, 2009: 110). Jedno od ključnih pitanja iz sfere valjanog nadgledanja, koje se našlo u fokusu Bazelskog komiteta, tokom osamdesetih godina prošlog veka je pitanje primerenosti kapitala. Nagli razvoj finansijskih tržišta, uz ekvivalentan rast izloženosti investicionih društava različitim rizicima u poslovanju, iniciralo je donošenje novog sporazuma.

2.2.1 Bazelski sporazum o kapitalu – Bazel I

Tokom kriza osamdesetih godina 20. veka, Bazelski komitet se uključio u donošenje novih regulatornih standarda za unapređenje sigurnosti i stabilnosti finansijskog sistema. Među inicijatorima donošenja novih standarda bile su zemlje Latinske Amerike koje su tokom osamdesetih godina 20. veka doživele masovne dužničke krize. Dužnička kriza u Latinskoj Americi dovela je do

usvajanja minimalnih kapitalnih zahteva za međunarodno aktivne banke, jer se verovalo da su rezerve međunarodnih banaka značajno opale (Sarkany, 2014: 11). U julu 1988. godine Bazelski komitet je usvojio Međunarodni sporazum o merenju kapitala i kapitalnim standardima, koji je poznatiji pod imenom Bazelski sporazum o kapitalu ili Bazel I.¹⁶

U pitanju je sporazum koji je bio od velikog značaja za preventivni nadzor nad bankama i stabilnost finansijskog sistema, jer se zasnivao na nekoliko postulata: obaveza merenja primerenosti kapitala banke primenom predloženih standarda, čime se eliminišu razlike u pogledu različitih kapitalnih zahteva među jurisdikcijama i neloyalna konkurencija, uvođenje standarda minimalne primerenosti kapitala od 8%, čime se izjednačava početna pozicija banaka na finansijskom tržištu (princip – ista veličina za sve), ali i onemogućavanje bankama da povećaju obim poslovanja, uz paralelan rast primerenosti kapitala, uvođenje najvišeg stepena sveobuhvatnosti, kada su u pitanju banke unutar jurisdikcija, u kontekstu da su sve obavezne da primenjuju standarde, ako ih određene jurisdikcije prihvate i unesu u nacionalne zakone. Iako Bazelski komitet nema formalna ovlašćenja, sporazum je prihvaćen u više od 100 zemalja sveta (Matić, 2009: 130; Lučić, 2006: 107–108).

Na osnovu Bazelskog sporazuma Evropska komisija izradila je i usvojila Direktivu o primerenosti kapitala kreditnih institucija i investicionih društava 1993. godine, dok su izmene i dopune usledile 1996. i 2004. godine. Na ovaj način Bazelski sporazum postao je pravno obavezujući za sve zemlje članice EU koje su usvojile pravila o primerenosti kapitala u svoje zakone (Dukić Mijatović, 2007: 154). Prvi put, direktivom je polje primene Bazelskog sporazuma prošireno i na brokersko-dilerska društva. Pomenutom direktivom želeo se postići dvostruki cilj: 1) stabilizovati međunarodni finansijski sistem traženjem od brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka EU da obezbede dovoljno adekvatnog kapitala

¹⁶Regulatori u Sjedinjenim Američkim Državama nametali su različite kapitalne zahteve tokom sedamdesetih i osamdesetih godina. Nadzorne vlasti su samo u pojedinim slučajevima izdavale upozorenja investicionim društvima i investicionim bankama da povećaju kapital. Ovo pitanje donekle je rešeno 1983. godine usvajanjem zakona (*International Lending Supervision Act*) kojim se agencijama daje ovlašćenje da određuju i sprovode kapitalne zahteve (Azadinamin, 2012: 4).

za pokriće tržišnog rizika kojem su izloženi tokom poslovnih aktivnosti; 2) doprineti harmonizovanju pravila svima koji se bave investicionim poslovanjem, uklanjanjem ili smanjenjem konkurentne neravnoteže prouzrokovane različitim regulatornim pristupima usvojenim unutar nacionalnih granica zemalja članica EU, kao i podelom poslova na bankarske i poslove sa hartijama od vrednosti (Sovilj & Stojković Zlatanović, 2021: 269).

Inovacija principa uvedenih Direktivom o adekvatnosti kapitala omogućavala je razvoj i sprovođenje kontrole nad bankama i brokersko-dilerskim društvima. Od banaka i društava se očekivalo da ustanove procese interne procene svojih rizika, kao i kapitala potrebnog za pokriće rizika, dok se od nadzornih organa tražilo da preduzmu preventivne mere u cilju sprečavanja da kapital banaka, odnosno brokersko-dilerskih društava, padne ispod predviđene granice (Veljić, 2004: 980).

Uprkos pozitivnim efektima, Bazelski sporazum nije uspeo da se odupre stalnim inovacijama na finansijskom tržištu, pojavi novih finansijskih instrumenata, pre svega kreditnih derivata, koji su ugrozili sposobnost banaka i brokersko-dilerskih društava da se izbore sa izloženošću riziku. S druge strane, sporazum je bio pogodan za zaobilaznje mnogobrojnih restrikcija, poput korišćenja kapitalne arbitraže,¹⁷ koja se oslanjala na podatak da su široko postavljene kategorije rizične aktive, tako da su iste ostavljale dovoljno prostora za malverzacije (prodaja manje rizične uz istovremenu kupovinu rizičnije aktive u okviru iste kategorije rizične aktive), čime se povećavao rizik banaka, koji nije praćen odgovarajućim povećanjem nivoa kapitala. Kao posledica svega, dešavalo se da su odredbe pomenute Direktive doprinosile povećanju izloženosti riziku banaka i brokersko-dilerskih društava, umesto njihovom smanjenju što je i bio jedan od postulata (Šehović).

¹⁷ Unapređenje tehnika za upravljanje rizicima uzrokovano širenjem bankarskih usluga, kao i jačanje konkurentnosti, prevazišli su jednostavnost Bazela I. Uprkos jasno određenim ponderima rizika, banke nisu pravile dovoljno dobru distinkciju između različitog stepena kreditne sposobnosti klijenata unutar svake kategorije. Ponderi rizika za datu kategoriju prestali su valjano da odražavaju nivo rizika koje banke preuzimaju. To je podstaklo banke da koriste kapitalnu arbitražu, odnosno da šire kreditiranje ka rizičnijim klijentima. Kapitalna arbitraža može se ostvariti na nekoliko načina, između ostalog, promenom strukture aktive prema stavkama koje nose niže pondere rizika, do primene sekjuritizacije (Greuning & Brajović Bratanović, 2006: 123).

Uprkos brojnim prednostima, Bazelski sporazum o kapitalu imao je i nedostatke, među kojima se najčešće ističu sledeće stavke: primerenost kapitala zavisi samo od kreditnog rizika, dok tržišni i operativni rizici nisu bili izvorno obuhvaćeni, u proceni kreditnog rizika ne postoji razlika između dužnika različitog kvaliteta i rejtinga, akcentat je na knjigovodstvenim, a ne tržišnim vrednostima, uz neadekvatno sagledavanje rizičnosti i efekata primene novih finansijskih instrumenata, kao i tehnika za ublažavanje rizika (Ljubić, 2009: 204–205; Hsu, Arner, & Pretorius, 2007: 297–298). Intenzivan razvoj finansijskih tržišta, pojava novih finansijskih derivata, ukazala je na prevaziđenu jednostavnost Bazelskog sporazuma, što je navelo 1999. godine Bazelski komitet za nadgledanje banaka da izradi novi dokument o međunarodnim standardima kapitala.

2.2.2 Bazelski sporazum II

Nepunih pet godina bilo je potrebno od kreiranja novog Okvira za merenje primerenosti kapitala banaka, do njene realizacije. Juna 2004. godine Bazelski komitet za nadzor nad bankama usvojio je konačnu verziju dokumenta pod imenom Međunarodna merenja kapitala i standardi o kapitalu – Revidirani okvir (*International Convergence of Capital Standards – A Revised Framework*), poznatiji kao Bazelski sporazum II (Matić, 2009: 116).

Države članice EU unele su Bazelski sporazum II u svoja zakonodavstva putem evropskih zakonskih propisa, odnosno direktiva. Kako bi se postigla ujednačenost između različitih zakonodavstava EU i novousvojenog Bazelskog sporazuma, Evropski parlament je 2006. godine usvojio Direktivu o adekvatnosti kapitala investicionih društava i kreditnih institucija, koja se odnosila kako na brokersko-dilerska društva, tako i na ovlašćene banke (Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions). Osnovni cilj usvajanja Direktive bio je da se obezbedi odgovarajuća primena Bazelskog sporazuma II na tržištu kapitala EU, kako bi zahtevi za primerenošću kapitala bili mnogo realniji u odnosu na potencijalne rizike i omogućili

investicionim društvima sa većom osetljivošću na rizike, uvođenje viših standarda u upravljanju rizicima (Matić, 2007: 8).

Krucijalni doprinos kreiranju okvira za primenu Bazela II dalo je Evropsko bankarsko udruženje (*European Banking Federation – EBF*), koje je označilo pet strateških ciljeva koje je trebalo postići Direktivom: 1) široka primena – na sva investiciona društva i kreditne institucije u EU, bez obzira na složenost i veličinu; 2) fleksibilnost okvira u kontekstu izmene Direktive u kratkom roku, a u skladu sa potrebama dinamičnog razvoja investicione delatnosti, koje prate učestale inovacije na tržištu kapitala; 3) paralelna primena sa Bazelom II; 4) konzistentnost u primeni, kao i usaglašenost nadzorne funkcije; 5) definisana podela odgovornosti između domaćih nadzornih organa i nadzornih tela iz zemlje porekla (Matić, 2007: 10).

Samostalna primena Bazelskog sporazuma II u zemljama EU otpočela je 1. januara 2007. godine. Iako je prvobitno planirana paralelna primena Bazela II i u SAD, Nadzorna agencija SAD donela je odluku da se odloži primena do 2009. godine, kako bi se na odgovarajući način razmotrila primenu Bazela II na ekonomiju zemlje i visinu regulatornog kapitala investicionih društava. Ova odluka donekle je utemeljena i na političkom pritisku, koji je usledio nakon rezultata primene Kvantitativne studije izvodljivosti u SAD-u, koja je ukazala na veliku neusaglašenost u potrebnom nivou kapitala i portfelja u brokersko-dilerskim društvima i ovlašćenim bankama (Matić, 2007: 12).

Naglasak Bazelskog sporazuma II je na sveobuhvatnoj regulativi rizika, njihovom metodološkom merenju, pojačanoj kontroli u nacionalnim okvirima, transparentnosti u radu (Dukić Mijatović, 2007: 155). Ključna karakteristika Bazela II jeste njegova struktura koja se temelji na tri stuba (*Pillar*): minimalni zahtevi za kapitalom, sprovođenje nadzora nad primerenošću kapitala i tržišna disciplina.

Prvi stub, minimalni kapitalni zahtevi, definisana su pravila za izračunavanje kreditnog, tržišnog i operativnog rizika, koji je prvi put uveden ovim sporazumom. Povišena osetljivost investicionih društava na rizik gubitka u poslovanju, kao i neadekvatan način merenja rizika, uticao je na to da Bazelski komitet ponudi više opcija za upravljanje kreditnim, tržišnim i operativnim rizikom

– pored standardizovanih i nove pristupe zasnovane na internim rejtingima (*Internal Ratings Based Approach*) (Jazić, 2008: 32). Druugi stub se odnosi na sprovođenje nadzora nad poslovanjem finansijskih institucija. Od investicionih društava se zahteva da izvrše procenu kapitala prema rizičnom profilu, dok su nadzorni regulatorni organi dužni da preispitaju te procene i ukoliko je potrebno preduzmu mere u skladu sa svojim ovlašćenjima (Roldan, 2006: 26). Treći stub reguliše tržišnu disciplinu i zasniva se na objavljivanju informacija u javnosti o poslovanju banaka i brokersko-dilerskih društava, preuzetim rizicima i korišćenim metodologijama, uključujući i podatke o strukturi kapitala, njegovoj primerenosti (McKnight, 2007: 330).

Ovako postavljen koncept predstavlja napuštanje pristupa inauguranog Bazelom I da jedna mera odgovara svima i daje priliku investicionim društvima da u zavisnosti od visine rizika samostalno utvrde visinu potrebnog kapitala (Matić, 2009, 118). Razvojem Bazelskog sporazuma II, postojeći regulatorni okvir je pokušao da smanji jaz između stalno rastućih rizika i regulatornih principa poslovanja. Međutim, *Subprime* kriza pokazala je da su tehnike upravljanja rizicima isuviše složene, a sprovođenje kontrole nad poslovanjem banaka i brokersko-dilerskih društava neadekvatna, praćena porastom neizvesnosti u poslovnom okruženju (Todorović, 2013: 222).

Značajan propust Bazela II ogledao se u neodgovarajućem uspostavljanju dinamičnih veza između monetarne i nadzorne politike. Dok se posao centralnih banaka odnosio na obezbeđenje makro stabilnosti i pružanje usluge zajmodavca poslednje instance, organi nadzora na tržištu kapitala su bili nadležni za sprovođenje preventivne regulacije i očuvanje finansijske stabilnosti. Postojeća regulativa ih nije obavezala na čvršću međusobnu saradnju, što je samo jedan od uzroka globalne finansijske krize. Nedovoljna posvećenost monetarnih vlasti u odnosu na primenu njihovih mera na finansijska zbivanja, kao i nadzornih organa u odnosu na makro dinamiku, doprinela je razvoju krize (Todorović, 2013: 223).

Na osnovu prethodno izloženog može se zaključiti da je tadašnja situacija na finansijskom tržištu zahtevala sprovođenje revizije i reformu dotadašnjeg regulatornog okruženja. Svetska finansijska kriza aktuelizovala je značajne propuste Bazela II.

Kao rezultat svega, Bazelski komitet za nadgledanje banaka izašao je sa predlogom za reformu Bazela II, kako bi mogao da se nosi sa potencijalnom budućom krizom veličine svetske finansijske krize. Decembra 2009. godine Bazelski komitet je objavio dva konsultativna dokumenta: Jačanje otpornosti bankarskog sektora (*Strengthening the Resilience of the Banking Sector*) i Međunarodni okvir za praćenje merenja rizika likvidnosti i standardi (*International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*). Pomenuti predlozi i preporuke čine Bazel III, iako to nije zvanični naziv Bazelskog komiteta (Moosa, 2011: 374).

2.2.3 Bazelski sporazum III

Nakon niza usvojenih smernica i preporuka, Bazelski komitet za nadzor nad bankama objavio je na samitu u Seulu 12. septembra 2010. godine globalne minimalne kapitalne zahteve za banke, poznatije kao Bazel III. Interesantno je da je Bazel III donet na drugu godišnjicu kolapsa jedne od najstarijih investicionih banaka – Lemana Braders, čije je bankrotstvo uzdrimalo ne samo američki, već i svetski finansijski sistem (Walker, 2011: 351). Treba spomenuti da je regulatorne standarde Bazela III razvila globalna zajednica 27 jurisdikcija članova Bazelskog komiteta koju predstavljaju 44 centralne banke i nadzorne uprave (komisije) na tržištu hartija od vrednosti (Caruana, 2010: 100).

Iako je Bazel III projektovan kako bi rešio slabosti aktuelne finansijske krize, ključni cilj Bazelskog komiteta bio je pripremanje banaka, investicionih društava, kao i celokupnog finansijskog sistema za narednu krizu. Kombinacija globalizacije i finansijskih inovacija demonstrirala je da je svim zemljama neophodno da poseduju više ublaživača kapitala i likvidnosti, kako bi se finansijski sistem i ekonomija zaštitili od neočekivanih rizika (Wellink, 2011: 104; Laurens, 2012: 17).

Razvijanje i usvajanje Bazela III sprovedeno je na sveobuhvatan, informisan i opsežan način. Bazel III predstavlja revidirana pravila Bazela II uz istovremeno jačanje nadzornih ovlašćenja. Od krucijalnog značaja je da nadležna nadzorna tela budu „ispred krivine”, odnosno da imaju proaktivan, a ne reaktivan pristup.

Akcentat novog sporazuma je na regulisanju kapitala visokog kvaliteta. Snažno regulisanje kapitala omogućava potrebne podsticaje i ograničava investiciona društva da preuzimaju rizik. Međutim snažnu kapitalnu osnovu mora da prati odgovarajuća pokrivenost rizikom (Wellink, 2011: 112).

Standardima o kapitalu sadržanim u Bazelu III Bazelski komitet omogućava snažnije podsticaje finansijskom sektoru, kao i nacionalnim kontrolorima da preventivno rade na jačanju finansijske stabilnosti investicionih društava.¹⁸ Izmene u konceptu kapitala inkorporisane u Bazelu III, u poređenju sa Bazelom II, jesu i kvantitativne i kvalitativne prirode, u kontekstu precizne i definisane uloge i značaja pojedinih kategorija kapitala kada je u pitanju izloženost riziku i njihova uloga zaštite od gubitaka (Matić, 2011: 172). Još jedan važan segment novog kapitalnog okvira predstavlja tzv. „makropreventivni plašt“ za rešavanje sistemskog rizika, koji može destabilizovati makroekonomiju. Bazelski principi nastoje da smanje procikličnost, odnosno tendenciju finansijskog sistema da pojačava uspone i padove realne ekonomije (Caruana, 2010: 104).

Evropsko zakonodavstvo inkorporisalo je pomenute standarde Bazela III o primerenosti kapitala i likvidnosti u Direktivu o pristupanju delatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicionim društvima iz 2013. godine, čime su postali pravno obavezujući za sva investiciona društva koja posluju na tržištu kapitala EU.

Uporedo sa usvajanjem i implementacijom Bazela III, u SAD kao reakcija na dotadašnju finansijsku krizu, 21. jula 2010. godine usvojen je Dod-Frenkov zakon (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) – Zakon o reformi Volstrita i zaštiti korisnika finansijskih usluga u SAD (Vračarić,

¹⁸ Iako je Bazel III usvojen kao globalni kapitalni okvir, Bazelski komitet za nadgledanje banaka nije uzimao u obzir specifičnosti poslovanja islamskih banaka, koje su takođe prihvatile Bazel III. Tako je i sama struktura rizikom ponderisane aktive neznatno drugačija u odnosu na konvencionalne banke. Osnovni kapital islamskih banaka sastoji se iz tri izvora sredstava: sopstveni kapital, depoziti po viđenju i dobit ostvarena po investicijama, koja je podeljena u dve kategorije – neograničeni računi investicija, po kojima banka ima potpuno diskreciono pravo u načinu na koji investira i ograničeni računi investicija prema kojima vlasnici tih računa ugovorom sa bankom definišu načine kako će se investirati njihova sredstva (Boumediene, 2011: 1–3; Aldohni, 2011: 178–182; Sovilj, 2019: 521–535).

2012: 411; Ojo, 2012: 3). Zakonom je uređeno nekoliko važnih oblasti. Kao prvo, planirano je osnivanje nezavisnog tela radi zaštite potrošača od prevara u finansijskom sektoru, valjanim i pravovremenim informisanjem. Dalje, osnivanje saveta za identifikaciju i praćenje sistemskog rizika, izazvanog od strane velikih banaka, brokersko-dilerskih društava, kako bi se sprečilo ugrožavanje celokupne ekonomije. Zakonom su predviđena oštrija pravila po pitanju odgovornosti i transparentnosti kreditnih rejting agencija, kako bi se zaštitili investitori i njihovo poslovanje. Takođe, Dod-Frenkov zakon daje veća nadzorna ovlašćenja regulatornim telima u suzbijanju finansijskih malverzacija, sukoba interesa, kao i strože regulisanje poslovanja finansijskim derivatima (Thomson, 2012: 169).

2.3 ULOGA MEĐUNARODNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA

2.3.1 *Forum za finansijsku stabilnost*

Forum za finansijsku stabilnost (*Financial Stability Forum – FSF*) osnovan je februara 1999. godine od strane zemalja Grupe 7, u cilju jačanja međunarodne finansijske stabilnosti kroz razmenu informacija i međunarodne koordinacije u sprovođenju kontrole finansijskog sektora. Njegovo članstvo čine po tri predstavnika iz svake zemlje Grupe 7 – predstavnici ministarstva finansija, guverneri centralnih banaka i šefovi regulatornih agencija na tržištu kapitala. Forum takođe okuplja predstavnike drugih agencija i međunarodnih tela poput Međunarodnog monetarnog fonda, Svetske banke i Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD). Prednost ovog Foruma je to što okuplja političare, guvernere banaka, regulatore, čime je obuhvaćen celokupni finansijski sistem od tržišta kapitala, bankarstva i osiguranja (Wood, 2008: 347).

Forum koordinira nastojanja ovih tela kako bi obezbedio finansijsku stabilnost, poboljšao funkcionisanje tržišta i smanjio mogućnost pojave sistemskog rizika. Forum je objavio zbirku od

dvanaest standarda (*Compendium of Standards*), koja obuhvata ekonomske i finansijske standarde prihvaćene na međunarodnom nivou kao osnov sigurnog i stabilnog funkcionisanja finansijskog sektora (Jovanić, 2009: 205).

U budućnosti se očekuje da se Forum pojavi kao „četvrti stub” stabilnosti međunarodnog finansijskog sistema, zajedno sa MMF-om, Svetskom bankom i Svetskom trgovinskom organizacijom (WTO), i da funkcioniše kao sistem za rano upozoravanje na potencijalno nailaženje finansijske krize. Na Samitu u Londonu, lideri G20 proširili su mandat Forumu, proširujući njegovo članstvo na predstavnike zemalja u razvoju u cilju održavanja finansijske stabilnosti (Bunčić, 2010: 295–296).

2.3.2 Grupa za finansijski nadzor EU – De Larozijerova grupa

Februara 2009. godine Larozijerova grupa (*de Larosière Group*) objavila je izveštaj „Visoki standardi finansijske supervizije” (*High-Level Group on Financial Supervision*). Svrha Izveštaja je da ustanovi okvir za usavršavanje regulative, osnaživanje međusobne saradnje i regulisanje sistemskog rizika (Walker, 2010: 195). U Izveštaju je istaknuto da dotadašnji način regulative nije omogućavao rešavanje sistemskog rizika, s obzirom na to da je bio u nadležnosti država članica. Jedinstveno finansijsko tržište EU nije imalo jedinstvenog regulatora, te nije ni bila moguća efikasna i sveobuhvatna kontrola i nadzor nad investicionim društvima sa značajnim obimom prekograničnog poslovanja. Osim toga, nisu bili razvijeni mehanizmi za rano upozorenje na sistemski rizik, kao i nepostojanje odgovarajuće koordinacije regulatornih tela na nivou Evropske unije. Preporukama Larozijerove grupe kreirana je nova struktura nadzora na nivou EU. Predloženo je osnivanje Evropskog odbora za sistemski rizik, kao makropreventivnog regulatora i Evropskog sistema za finansijski nadzor, kao mikropreventivnog regulatornog tela (Vasiljević & Radosavljević, 2012: 311–312).

2.3.3 Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti

Globalizacija tržišta kapitala iznedrila je potrebu za jedinstvenim načinom regulisanja nacionalnih tržišta. Veliki doprinos u unifikaciji regulacije tržišta kapitala ima Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (IOSCO) koja je osnovana u Madridu 1983. godine, transformacijom dotadašnje inter-američke asocijacije komisija za hartije od vrednosti, koja je bila osnovana 1974. godine. Godine 2022. IOSCO je imao 231 članicu, koje svojom delatnošću pokrivaju više od 90% svetskog tržišta kapitala. Članice su nacionalne komisije za hartije od vrednosti, fjučerse i opcije (Wood, 2008: 347).

Dva ključna dokumenta koje je Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti usvojila jesu „Ciljevi i principi regulisanja tržišta hartija od vrednosti“ iz 1998. godine, koji predstavljaju osnovne standarde za uređenje nacionalnih tržišta i „Memorandum o razumevanju“ iz 2002. godine, kao multilateralni dokument koji treba da pruži razmenu informacija i iskustava nacionalnih komisija (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 59).

Članstvom u Međunarodnoj organizaciji komisija za hartije od vrednosti, članice se obavezuju da: 1) sarađuju u promovisanju visokih standarda regulacije kako bi se obezbedilo pošteno, efikasno i transparentno tržište kapitala; 2) razmenjuju informacije u cilju razvoja nacionalnih tržišta; 3) uspostave standarde i valjanu kontrolu nad međunarodnim transakcijama; 4) pruže uzajamnu pomoć u zaštiti integriteta tržišta i smanjenju sistemskog rizika. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije primljena je u punopravno članstvo na Istanbulskoj konferenciji 2002. godine (Dugalić & Štimac, 2011: 107).

2.3.4 Svetska federacija efektivnih berzi

Svetska federacija berzi (WFE) jeste globalno trgovačko udruženje efektivnih berzi i klirinških kuća. Osnovana je oktobra 1961. godine kao Konferencija evropskih berzi (*The Conference of European Stock Exchanges*), nakon formiranja zajedničkog

evropskog tržišta uspostavljenog Rimskim ugovorom 1957. godine. Članom 2 Osnivačkog akta navedeno je bilo da je Federacija osnovana s ciljem da doprinese razvoju, podršci i promociji organizovanih i regulisanih tržišta hartija od vrednosti i finansijskih derivata kako bi se zadovoljile potrebe svetskih tržišta kapitala, a u najboljem interesu njihovih korisnika. Međutim, organizacija se ubrzo proširila izvan svojih prvobitnih evropskih razmera. Danas Federaciju čini preko 250 organizatora tržišta kapitala širom sveta. Osnovni ciljevi Federacije su očuvanje finansijske stabilnosti, zaštita investitora i ekonomski rast omogućavanjem poštenih, uređenih i transparentnih tržišta kapitala i smanjenjem sistemskog rizika. Takođe, Federacija sarađuje sa kreatorima javnih politika i regulatornim organima na tržištu kapitala na otvoren i kolaborativan način, poštujući status koji imaju berze, klirinške kuće i investiciona društva u integrisanom međunarodnom finansijskom sistemu.¹⁹

2.3.5 Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta

Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta (SIFMA) je neprofitno udruženje čiji su članovi brokersko-dilerska društva, investicione banke i društva za upravljanje investicionim fondovima koji posluju na američkim i globalnim tržištima kapitala. Prvobitno je osnovano 1913. godine kao Udruženje američkih brokersko-dilerskih društava (*Association of American Stock Exchange Firms – ASEF*) sa ciljem zastupanja interesa učesnika na tržištima kapitala. Spajanjem sa Udruženjem investicionih banaka Amerike (IBA) 1971. godine osnovano je Udruženje za sektor hartija od vrednosti (SIA). Grupisanje celokupnog investicionog sektora SAD-a okončano je 1. novembra 2006. godine, spajanjem Udruženja za sektor hartija od vrednosti i Udruženja za tržište obveznica (TBMA) i formiranjem SIFMA (Reynolds et al., 2022: 7).

Imajući u vidu veliki broj zaposlenih u sektoru hartija od vrednosti (preko milion zaposlenih u SAD), osnovna uloga Udruženja ogleda se u predlaganju novih zakonodavnih rešenja i

¹⁹ Dostupno na: <https://www.world-exchanges.org/news/archive/news>, pristupljeno: 5. decembra 2022.

preporuka, te planiranju poslovne politike koja omogućava veću pravnu zaštitu neukim (maloprodajnim) i institucionalnim investitorima, očuvanju stabilnosti tržišta kapitala, kao i kreiranju i pružanju novih proizvoda i usluga na tržištu kapitala. SIFMA se može odrediti kao koordinaciono telo u sektoru hartija od vrednosti koje promovise pošteno i uređeno tržište kapitala, usklađenost sa pravnim propisima i efikasno tržišno poslovanje. Takođe, SIFMA predstavlja forum za industrijsku politiku i profesionalni razvoj.²⁰ Udruženje danas broji više od 13.000 članova u finansijskom sektoru SAD. Prihodi ostvareni u poslovima članova SIFME predstavljaju 75% američkog brokersko-dilerskog sektora.

2.3.6 Regulatorna uprava za finansijsku industriju

Regulatorna uprava za finansijsku industriju (FINRA) je nezavisna, nevladina organizacija koja donosi i primenjuje pravila kojima se reguliše poslovanje brokersko-dilerskih društava i nezavisnih brokera u Sjedinjenim Američkim Državama.²¹ FINRA je nastala 2007. godine konsolidacijom Nacionalne asocijacije trgovaca hartijama od vrednosti (*National Association of Securities Dealers – NASD*) i članova regulatornog i tela i arbitraže Njujorške efektne berze, s ciljem smanjenja operativnih troškova, sprečavanja preklapanja i prenormiranja propisa, odnosno, postizanja veće usklađenosti pravnih propisa. Komisija za hartije od vrednosti i berze (SEC) odobrila je konsolidaciju jula 2007. godine. Prilikom osnivanja FINRA je predvidela širok delokrug poslova, koji je

²⁰ Naime, u okviru Fondacije SIFME osmišljen je program „Berzanska igra“ (*The Stock Market Game™*), koji zapravo predstavlja onlajn simulaciju tržišta kapitala. Godišnje, više od 600.000 učenika od četvrtog do dvanaestog razreda iz sveta ekonomije i finansija pohađa ovaj program u svih 50 država SAD. Od 1977. godine do danas preko 20 miliona učenika pohađalo je ovaj kurs, čime su stekli elementarna znanja u oblasti investiranja, pripremajući ih time za finansijski nezavisnu budućnost. Dostupno na: <https://www.sifma.org/about/sifma-foundation/>, pristupljeno: 4. decembra 2022.

²¹ Regulatorna uprava za finansijsku industriju predstavlja najveće nezavisno samoregulatorno telo za brokersko-dilerska društva koja posluju na tržištima kapitala širom SAD. U 2021. godini FINRA je nadgledala poslovanje 3394 brokersko-dilerska društava, blizu 150.000 filijala i preko 612.000 registrovanih brokera. Ima 19 kancelarija širom SAD i oko 3.600 zaposlenih. Dostupno na: <https://www.finra.org/media-center/statistics>. Pristupljeno: 5. decembra 2022.

između ostalog, obuhvatao odgovornost za donošenje pravila, istraživanje tržišta, sprovođenje arbitraže i posredovanja (mirno rešavanje sporova), uz preuzimanje svih funkcija za koje je ranije bila isključivo nadležna Nacionalna asocijacija trgovaca hartijama od vrednosti.²²

Regulatorna uprava za finansijsku industriju je ovlašćena od američkog Kongresa da pruža zaštitu investitorima time što će osigurati da brokersko-dilerska društva posluju pošteno, savesno, poštujući pravila struke. Koristeći inovativne tehnologije poput veštačke inteligencije i digitalnih platformi, FINRA prati kretanja na tržištima kapitala, pružajući veću podršku investitorima, regulatornim telima, kreatorima javnih politika i svim zainteresovanim stranama (*stakeholders*). Osim nadgledanja brokersko-dilerskih društava, FINRA organizuje kvalifikacione ispite za buduće brokere. Kako bi realizovala svoju primarnu ulogu, tj. pružila zaštitu investitorima, Regulatorna uprava je uspostavila *BrokerCheck*, odnosno bazu podataka brokera, investicionih savetnika i portfolio menadžera. *BrokerCheck* sadrži evidenciju svih brokera i brokersko-dilerskih društava u SAD, pružajući uvid u to da li je određeno društvo registrovano u skladu sa zakonom, te nudeći istoriju njegovog poslovanja, informacije o licenciranju, prethodnim investicijama, postojanje eventualnih žalbi i sporova.²³ Shodno tome, *BrokerCheck* omogućava ulagačima da donesu ispravnu odluku o investiranju na osnovu prethodnog informisanja o brokersko-dilerskom društvu, odnosno brokeru. Međutim, uprkos brojnim prednostima *BrokerCheck-a* i naporima koje ulaže FINRA, uočeni su određeni propusti u praksi. Naime, utvrđeno je da su pojedini brokere i finansijski savetnici sa sumnjivom reputacijom u prošlosti bili skloni da ponovo učine prekršaje i naštete investitorima, a da je pritom FINRA možda bila previše uzdržana u primeni svojih ovlašćenja (Egan, Matvos & Seru, 2017: 2).

²² Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/f/finra.asp>. Pristupljeno: 5. 12. 2022.

²³ Dostupno na: <https://brokercheck.finra.org/>. Pristupljeno: 5. 12. 2022.

2.4 DOMAĆI IZVORI PRAVA

Pravna regulativa poslovanja investicionih društava na međunarodnom nivou je u stalnom razvoju i napredovanju, što je do sada i prikazano. Osnovni pravni izvori koji sadrže relevantne norme kojima se uređuje pitanje pravnog položaja i poslovanja učesnika berzanske trgovine u pravnom sistemu Republike Srbije su zakoni i podzakonski akti. U procesu pridruživanja Republike Srbije Evropskoj uniji i usklađivanju relevantnih propisa, krajem decembra 2021. godine Narodna skupština Republike Srbije usvojila je novi Zakon o tržištu kapitala, koji je u značajnoj meri usaglašen sa evropskim zakonodavstvom u predmetnoj materiji (prvenstveno sa Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. godine i Direktivom o adekvatnosti kapitala iz 2013. godine). Ovaj Zakon stupio je na snagu osmog dana od dana objavljivanja u Službenom glasniku Republike Srbije, odnosno 5. januara 2022. godine, a primenjivaće se po isteku godinu dana od dana stupanja na snagu (tačnije, 5. januara 2023. godine), osim odredbi čija je primena odložena do ulaska Republike Srbije u Evropsku uniju (ZTK, čl. 421). U toku 2022. godine Komisija za hartije od vrednosti donela je prateća podzakonska akta, odnosno pravilnike, čime se nastoji zaokružiti proces harmonizacije, a predmetna oblast preciznije urediti.

Pored pomenutog zakona, kao supsidijarni izvori prava koriste se pravila bankarskog prava, pre svega Zakon o bankama iz 2005. godine, kao i brojni podzakonski akti Narodne banke Srbije, kojima se uređuju pitanja poslovanja ovlašćenih banaka, a posebno u segmentu određivanja primerenosti kapitala, identifikacije, praćenja i upravljanja rizicima.²⁴

²⁴ Odluka o adekvatnosti kapitala banke, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006; Odluka o načinu i uslovima identifikacije i praćenja rizika usklađenosti poslovanja banke i upravljanja tim rizikom, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006; Odluka o upravljanju rizicima, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006; Odluka o minimalnoj sadržini procedure „upoznaj svog klijenta“, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006.

3. POLOŽAJ INVESTICIONIH DRUŠTAVA

3.1 POJAM I VRSTE UČESNIKA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Na tržištu hartija od vrednosti, između emitenata hartija od vrednosti i krajnjih investitora, pojavljuju se investiciona društva, tj. trgovci hartijama od vrednosti kao posebna vrsta učesnika na finansijskom tržištu. To su lica koja se bave trgovinom kao svojom osnovnom delatnošću (Jovanović, 2001: 71). Ekonomski posmatrano, delatnost trgovaca može biti dvostruka u zavisnosti od predmeta koji prodaje ostalim učesnicima. Ukoliko se trgovac bavi preprodajom hartija od vrednosti, on nastoji da kupljene hartije proda skuplje drugim učesnicima, zarađujući na razlici u ceni (Howard & Jonas, 2014: 106). Takav trgovac zove se preprodavac odnosno diler.²⁵ Ukoliko se trgovac bavi pružanjem usluga (npr. posredovanje, zastupanje, savetovanje) drugim učesnicima na tržištu, pritom naplaćujući naknadu za svoj rad, takav trgovac zove se zastupnik, agent odnosno broker.²⁶ I dok su brokери samo posrednici u trgovanju, odnosno kupuju i prodaju hartije od vrednosti u svoje ime a za račun klijenata, dileri trguju u svoje ime i za svoj račun.²⁷ Za pružene usluge broker naplaćuje proviziju, dok

²⁵ Ovo je najšire rasprostranjeno i najčešće korišćeno značenje pojma diler koje se koristi u berzanskoj terminologiji, mada se pojam dilera koristi za svako lice koje kupuje robu, u cilju prodaje krajnjim kupcima. U domaćoj praksi, pojam diler asocira na devedesete godine 20. veka, na lica koja su se bavila prodajom stranih valuta na crnom tržištu (Milovanović, 2000: 521).

²⁶ I pojam brokera ima nekoliko značenja. U berzanskoj terminologiji broker je ime za posredničku kuću koja posreduje između kupaca i prodavaca na berzi, ujedno, ovo je najšire značenje pojma broker. U užem kontekstu, pojam brokera može se koristiti za prodavce nekretnina, odnosno prodavce polisa osiguranja (Dugalić & Štimac, 2011: 159).

²⁷ Na međunarodnom nivou 1955. godine osnovano je Udruženje finansijskih tržišta (*Financial Markets Association*), koje predstavlja udruženje trgovaca, odnosno dilera. Udruženje je neprofitna organizacija sa oko 13.000 članova iz 63 zemlje. Udruženje donosi standarde za trgovce i banke u kontekstu tržišne prakse, ponašanja na tržištu, likvidnosti tržišta koju obezbeđuju trgovci, nuđenje arbitražnih usluga u sporovima, izdavanje sertifikata za dilere (Wiebogen, 2007: 24–26).

diler ostvaruje zaradu razlikom u ceni hartija od vrednosti (marža) i time snosi rizik od gubitka. Pored ove dve glavne uloge, investiciona društva mogu obavljati i poslove: pokrovitelja emisije, portfolio menadžera, tržišnog snabdevača, investicionog savetnika, sistematskog posrednika, upravitelja multilateralne trgovačke platforme, kao i upravitelja organizovane trgovačke platforme (Malešević, 2011: 91).

Postoji nekoliko vrsta brokera, u zavisnosti da li je broker član berze ili nije, razlikujemo komisione i berzanske brokere. Komisioni brokери mogu biti pojedinci koji su angažovani u firmama članicama berze ili brokerske kuće koje nisu članovi berze. Komisioni brokери u filijalama brokerske kuće primaju naloge za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti, a zatim naloge prosleđuju brokeru na berzi. Zovu se još i provizijski brokери, jer za pružene usluge naplaćuju proviziju. Kada nalozi stignu u berzu, njih preuzimaju berzanski brokери, koji nastoje da ih izvrše (Vasiljević, Vasiljević, & Malinić, 2008: 85). Zovu se još i podni brokери, s obzirom na to da izvršavaju primljene naloge na podu, odnosno parketu berzanske sale.

Poput nekoliko vrsta brokera, na tržištima kapitala širom sveta takođe postoji nekoliko vrsta dilera. Među najznačajnijim jesu tržišni snabdevači ili održavaoci tržišta (*market makers*). To su članovi koji su obavezni da snabdevaju tržište hartijama od vrednosti ili novcem, kako bi obezbedili nesmetano odvijanje prometa, ukoliko dođe do njegovog zastoja usled razlike između kupovnih i prodajnih kurseva (Jovanović, 2009: 86). Dakle, market mejkери su trgovci koji konstantno nastupaju na tržištu kapitala kao lica koja su spremna da trguju za sopstveni račun, tako što kupuju i prodaju hartije od vrednosti koristeći sopstveni vlasnički kapital, po cenama koje sami odrede, a u okvirima koje svojim internim aktima utvrdi organizator tržišta (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 11). Na ovaj način tržišni snabdevači održavaju likvidnost i stabilnost tržišta. Uprkos tome što market mejkери obezbeđuju bolju informisanost o cenama za sve učesnike na tržištu, njihovo poslovanje je višestruko rizično. Naime, na delatnost tržišnog snabdevača utiče: rizik budućeg kretanja cene, rizik koji potiče iz verovatnoće da market mejkери mogu poslovati sa nekim ko je bolje obavešten od njih, rizik vezan za neizvesnost trajanja intervala koje je tržišnom snabdevaču potrebno da izađe iz svoje pozicije, što zavisi od odnosa

prodajnih i kupovnih naloga koji pristižu na tržište (Vasiljević, Vasiljević, & Malinić, 2008: 92).

Dileri specijalisti su članovi berze koji su specijalizovani da trguju jednom ili više tačno određenih vrsta hartija od vrednosti, na određenom mestu na parketu berzanske sale. Oni imaju ulogu tržišnog snabdevača na kontinualnom aukcionom tržištu time što stabilizuju cene određenih hartija od vrednosti u berzanskoj trgovini (Vasiljević, Vasiljević, & Malinić, 2008: 92).

Maloprodajni dileri (*odd-lot dealers*) jesu dileri koji trguju količinama hartija od vrednosti koje su manje od svežnja. Njihova uloga je kupovina manjih količina hartija od vrednosti, povezivanje u svežnjeve i preprodaja brokerima, radi dalje prodaje i obratno. Nasuprot njima, blokovski dileri (*block positioners*) trguju velikim količinama akcija u paketima odnosno blokovima (obično više od 10.000 akcija), na osnovu čega mogu steći kontrolu u privrednim društvima (Jovanović, 2009: 87).

Dilerska tržišta dominiraju u zemljama poput Velike Britanije i SAD, gde postoje moćni institucionalni investitori, dok brokerska tržišta postoje u zemljama u kojima preovlađuju individualni investitori (npr. Nemačka). Dilerska tržišta nose veću koncentraciju rizika, s obzirom na to da dileri trguju velikim blokovima akcija, stalno kotirajući kupovnu i prodajnu cenu akcija. Na brokerskim tržištima nastoji se obezbediti stabilnost cena, time što se nalaže da svi nalozi deluju međusobno i da se cene određuju naložima klijenata. Karakteristično je za zemlje u razvoju, odnosno zemlje u tranziciji da su pretežno orijentisane na brokerska tržišta (Todorović, 2011: 597; Ferrarini, 1994: 5).

Trgovinom hartijama od vrednosti mogu se baviti samo ona lica koja ispune zakonom propisane uslove. To su brokersko-dilersko društvo i ovlašćena banka (kreditna institucija).²⁸ Brokersko-dilersko društvo i ovlašćena banka imaju ključnu ulogu na tržištu kapitala, budući da na osnovu svog položaja, dostupnosti informacija, kvalifikacija, poznavanju klijenata, rizika i profitabilnosti, kretanjima na tržištu mogu omogućiti ulagačima optimalni izbor strategije ulaganja (Janković, 2004: 927). Da bi otpočeli

²⁸ Zakon o tržištu kapitala iz 2021. godine, koristi anglofilski termin kreditna institucija (*credit institution*) za ovlašćenu banku. Stoga će se u radu koristiti oba termina kao ravnopravna.

sa trgovinom hartijama od vrednosti, neophodno je da dobiju dozvolu za rad Komisije za hartije od vrednosti.²⁹ Brokersko-dilerskom društvu je dozvoljeno da obavlja samo delatnost trgovine hartijama od vrednosti, dok mu je zabranjeno obavljanje drugih delatnosti. Nasuprot brokersko-dilerskom društvu, ovlašćenoj banci je dozvoljeno da pored bankarskih poslova, obavlja i poslove vezane za tržište hartija od vrednosti – brokerske, dilerske i druge izvedene poslove na tržištu (npr. poslovi tržišnog snabdevača), kao i druge poslove neophodne za funkcionisanje tržišta kapitala – kastodi poslove i korporativne poslove (Popović, 2009: 599). Lice kome Komisija za hartije od vrednosti nije odobrila svojstvo trgovca hartijama od vrednosti, bilo kao brokersko-dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka, ne sme u svom poslovanju koristiti poslovno ime koje asocira da je ovlašćeno za trgovinu hartijama od vrednosti, čime se sprečava lažno predstavljanje i štite neuki ulagači na tržištu (Jovanović, 2009: 115).

3.2 BROKERSKO-DILERSKO DRUŠTVO

3.2.1 Pojam, pravni položaj i forma brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilersko društvo jeste investiciono društvo u čije redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima, odnosno profesionalno

²⁹ U 2014. godini u Srbiji je kod Komisije za hartije od vrednosti bilo registrovano 30 brokersko-dilerskih društava i 14 ovlašćenih banaka, koje obavljaju poslove na Beogradskoj berzi. Više o tome videti na: http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=category§ionid=7&id=21&Itemid=60, 30. 4. 2014. Na dan 31. decembar 2021. godine, u Registru brokersko-dilerskih društava kojima je izdata dozvola od strane Komisije za obavljanje delatnosti investicionog društva bilo je upisano ukupno 15 društava, dok je u Registru ovlašćenih banaka kojima je izdata dozvola za obavljanje delatnosti investicionog društva bilo upisano ukupno osam ovlašćenih banaka. U posmatranom periodu, Komisija je izdala jednu dozvolu za proširenje delatnosti investicionog društva ovlašćenoj banci, a iz Registra ovlašćenih banaka izbrisana je *OTP banka Srbija a.d. Beograd*, dok *Vojvodanska banka a.d. Novi Sad* nakon statusne promene pripajanja *OTP banci Srbija a.d. Beograd*, posluje pod imenom *OTP banka Srbija a.d. Novi Sad*. Na dan 5. 1. 2023. kod Komisije za hartije od vrednosti broj registrovanih brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka ostao je nepromenjen (Komisija, 2022: 19–20).

obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 1). Brokersko-dilersko društvo može se definisati kao privredno društvo koje se bavi trgovinom hartijama od vrednosti kao svojom isključivom delatnošću, pod strogim državnim nadzorom. Mada brokersko-dilerskom društvu nije dozvoljeno da lično, odnosno direktno obavlja druge delatnosti, može ih vršiti preko sebi podređenih društava (Jovanović, 2009: 115–116). Izuzetno, revizor, advokat i poreski savetnik, mogu vršiti poslove investicionog savetnika bez saglasnosti Komisije za hartije, ukoliko savete pružaju besplatno i u okviru svog osnovnog zanimanja. To važi i za investicione fondove i društva za upravljanje investicionim fondovima (Jovanović, 2009: 116).

Brokersko-dilersko društvo poseduje posebnu pravnu sposobnost i ograničenu poslovnu sposobnost. Pravna sposobnost je posebna, s obzirom na to da sme da se bavi samo trgovinom hartijama od vrednosti, dok mu je poslovna sposobnost ograničena, jer ne može samostalno donositi odluke u svom poslovanju bez prethodne saglasnosti Komisije za hartije od vrednosti, zbog rizičnosti poslovanja za učesnike na tržištu (Jovanović, 2009: 117). Da bi otpočeo delatnost trgovine hartijama od vrednosti, brokersko-dilerskom društvu je potrebna prethodna dozvola za rad od Komisije za hartije. Osim dozvole za rad, brokersko-dilerskom društvu je neophodna prethodna saglasnost Komisije za hartije od vrednosti, za donošenje drugih važnih odluka, u zakonu predviđenim slučajevima: 1) izbor odnosno imenovanje direktora i člana odbora direktora, nadzornog odbora ili izvršnog odbora; 2) u slučaju statusne promene (pripajanje, spajanje ili podela); 3) izmene opštih akata društva (osnivački akt, statut, pravila i procedure poslovanja); 4) prestanak društva (ZTK, čl. 148–159). Razlog izdavanja dozvole brokersko-dilerskom društvu za otpočinjanje delatnosti, organe uprave i sl. predstavlja meru kojom država nastoji da spreči rizik u njihovom poslovanju. Država preko svog regulatornog tela, Komisije za hartije od vrednosti, nastoji da imenuje poštena i časna lica za članove uprave društva, kako bi se sprečilo da nepoštena lica sa lošom reputacijom (špekulanti, bankrotanti i sl.) povećaju rizik u poslovanju brokersko-dilerskog društva.

U svetu je danas uobičajeno da su trgovci hartijama od vrednosti isključivo privredna društva (tj. pravna lica). Međutim, u

zemljama članicama EU, dozvoljeno je i fizičkim licima da se bave trgovinom hartija od vrednosti. Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata dozvoljava fizičkim licima da se bave trgovinom serijskih hartija od vrednosti, pod uslovom da obezbeđuju adekvatan nivo zaštite svojim klijentima, kao i da njihovo poslovanje podleže bonitetnom nadzoru zvaničnih organa, ekvivalentno poslovanju pravnih lica (Moloney, 2008: 398; Bondi, 2009: 251–279). U Srbiji, kao i u drugim zemljama u tranziciji, usled nedovoljno razvijenog tržišta hartija od vrednosti, zakonodavac je nametnuo obavezu trgovcima hartija od vrednosti da budu isključivo pravna lica, kako bi se podstakao razvoj ovog tržišta, zaštitili ulagači i stvorili snažni privredni subjekti koji bi bili konkurentni stranim trgovcima (Jovanović, 2009: 116).

Brokersko-dilersko društvo može biti organizovano samo kao akcionarsko društvo³⁰ i na njega se primenjuju odredbe zakona kojima se uređuju privredna društva, osim ukoliko zakonom kojim se uređuje tržište kapitala nije drukčije predviđeno (ZTK, čl. 148, st. 3). Postojeće akcionarsko društvo ispunjava odmah ovaj uslov, dok se drugo pravno lice, kao i privredno društvo koje nije akcionarsko društvo, mora transformisati u akcionarsko društvo. Subjekt koji nije privredno društvo, npr. fizičko lice ili zadruga (Stojković Zlatanović, 2019: 692) mora se transformisati i osnovati akcionarsko društvo.

Brokersko-dilersko društvo neretko se u javnosti identifikuje terminom brokerska kuća. Njihovu organizaciju određuje vrsta posla koju obavljaju, disperzovanost klijenata, tako da razlikujemo male i velike brokerske kuće. Brokersko-dilerska društva koja su orijentisana na institucionalne investitore uglavnom su mala, ali su veoma rasprostranjena, nasuprot brokerskim kućama koje posluju sa malim ulagačima, imaju dobro razvijena odeljenja za prijem i izvršenje naloga. Brokersko-dilerska društva univerzalnog tipa su velike finansijske institucije koja imaju organizovana specijalna odeljenja za trgovinu hartijama od vrednosti poput: investicionog odeljenja, analitičkog odeljenja, odeljenja prodaje, odeljenja za

³⁰ To nam implicira da brokersko-dilersko društvo ne može imati drugi oblik privrednog društva kojem je priznato svojstvo pravnog lica prema Zakonu o privrednim društvima, poput: ortačkog društva, komanditnog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću (Zakon o privrednim društvima, čl. 8).

izvršavanje naloga, odeljenja za obradu naloga, odeljenja za zastupanje, odeljenja za evidenciju hartija od vrednosti, blagajnu, računovodstvo (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 88–90).

3.2.2 Osnivanje brokersko-dilerskog društva

Da bi se određeni subjekat bavio trgovinom hartijama od vrednosti, neophodno je da mu se prethodno prizna svojstvo trgovca. To svojstvo stiče prema sistemu dozvole, odnosno odobrenja regulatornog organa na tržištu kapitala. U Srbiji, dozvolu za obavljanje delatnosti trgovine hartijama od vrednosti izdaje Komisija za hartije od vrednosti. Svojstvo trgovca može se priznati kako postojećem subjektu, koji već obavlja neku drugu delatnost, tako i novoosnovanom subjektu. Postojećem subjektu kojem je priznato svojstvo trgovca zabranjeno je da obavlja dotadašnju delatnost, koja je nespojiva sa trgovinom hartijama od vrednosti (Jovanović, 2009: 125). Dakle, brokersko-dilerskom društvu, odnosno ovlašćenoj banci Komisija će priznati svojstvo trgovca hartijama od vrednosti samo ukoliko pruža investicione usluge i/ili profesionalno obavlja investicione aktivnosti na tržištu kapitala u okviru svoje redovne delatnosti (ZTK, čl. 148, st. 1). U dozvoli za obavljanje delatnosti investicionog društva koju daje Komisija, navode se investicione usluge i aktivnosti koje je investiciono društvo ovlašćeno da pruža. Takođe, investicionom društvu ne može se izdati dozvola za pružanje samo dodatnih aktivnosti, ukoliko društvu prethodno nije odobreno da pruža investicione usluge (ZTK, čl. 149, st. 3).

Komisija odlučuje o zahtevu za davanje dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, u roku od šest meseci od dana prijema urednog zahteva.³¹ Prilikom odlučivanja o izdavanju dozvole za rad investicionom društvu, Komisija će uzeti u

³¹ Novi zakon je značajno produžio rok u kojem Komisija razmatra zahtev za izdavanje dozvole investicionom društvu. Naime, Zakon o tržištu kapitala iz 2011. godine predviđao je rok od 60 dana, dok je prethodni Zakon iz 2006. godine predviđao rok od svega 30 dana. Ovo rešenje može se smatrati celishodnim, s obzirom na to da je Komisiji ostavljen duži rok, kako bi mogla valjano da ispita sve neophodne uslove i na taj način spreči pristup tržištu nepouzdanim brokersko-dilerskim društvima. (ZTHV, 2006, čl. 131; ZTK, 2011, čl. 157, st. 1).

razmatranje da li je društvo ispunilo propisane uslove. Ti uslovi tiču se: opštih akata, dokumentacije o osnivačima, osnivačkog kapitala, porekla kapitala, lica koja poseduju kvalifikovano učešće u društvu, uključujući vrstu, iznos i procenat tog učešća, kao i podatke o licima sa kojima su lica koja poseduju kvalifikovano učešće blisko povezana i podatke o toj povezanosti, kvalifikacija, iskustva i poslovne reputacije članova organa uprave, kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenosti, programa poslovanja, članstva u Fondu za zaštitu investitora, uplaćenju naknadi Komisiji, kvalifikovanom učešću (ZTK, čl. 150 i 151; Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, čl. 7). Pored zakonom pobrojanih uslova koje društvo svakako mora ispuniti, brokersko-dilersko društvo takođe mora imati razna odeljenja, adekvatnu softversku opremu, kao i informacione sisteme, izvršenu sistematizaciju radnih mesta koji odgovaraju njegovim potrebama (Montiljo Mihajlović, 2013: 154). Dalje, brokersko-dilersko društvo mora imati poslovni plan za naredne tri godine, predložene revizore, spisak poverenih poslova ili usluga, interni akt kojim su propisane mere za utvrđivanje i sprečavanje ili upravljanje sukobima interesa koji nastaju za vreme pružanja investicionih i dodatnih usluga. Ukoliko investiciono društvo nastoji da se bavi algoritamskim trgovanjem, neophodno je da razvije sistem za praćenje aktivnosti društva, uključujući sisteme za oporavak, te sisteme kontrole rizika (Pravilnik o davanju dozvole, čl. 8).

I u uporednom zakonodavstvu, investiciona društva se nalaze pod strogim nadzorom nadležnih administrativnih i/ili regulatornih agencija ili državnih organa, kao i adekvatnih samoregulatornih organizacija. U pravu SAD, Komisija za hartije od vrednosti i berze (SEC), zakonom je ovlašćena da izdaje dozvole, sprovodi istrage i izriče disciplinske sankcije od osude, suspenzije registracije do dvanaest meseci, do izricanja „smrtne presude” tj. opoziva registracije brokersko-dilerskog društva (Fanto, 2014: 1131).

Izdavanjem dozvole za rad Komisija priznaje podnosiocu zahteva svojstvo brokersko-dilerskog društva. Brokersko-dilersko društvo je obavezno da u roku od 15 dana od dana prijema rešenja o davanju dozvole, kao i rešenja o davanju prethodne saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje članova organa uprave

društva, podnese prijavu za upis u Registar privrednih subjekata.³² Ukoliko društvo ne podnese blagovremeno zahtev za upis društva u Registar privrednih subjekata, Komisija donosi rešenje o poništavanju dozvole za obavljanje delatnosti i briše to društvo iz registra. Komisija vodi registar brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka koje obavljaju delatnost trgovine hartijama od vrednosti (ZTK, čl. 153 i 154). Dozvola za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva koju je dala Komisija važi na celokupnoj teritoriji EU i investicionom društvu omogućava da pruža usluge ili obavlja aktivnosti za koje je ovlašćeno, u celoj EU, na osnovu prava poslovnog nastanjivanja, uključujući osnivanje filijale ili putem slobode pružanja usluga (ZTK, čl. 149, st. 6).

3.2.3 Osnivanje filijale brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilersko društvo može obavljati svoju delatnost i u okviru delova tog društva koji nemaju status pravnih lica, osnivanjem filijale, odnosno ogranka. Filijali brokersko-dilerskog društva mogu se poveriti određena ovlašćena u pravnom prometu, koja im omogućuju odvojeno poslovanje. Filijala ima poseban obračun rezultata poslovanja i poseban podračun (Pravilnik o davanju dozvole, čl. 9, st. 1). Na osnovu toga proizlazi da filijala nema sopstvenu imovinu, već posluje imovinom brokersko-dilerskog društva i u prometu nastupa pod imenom društva. Nosilac obaveza iz poslova koje zaključi filijala u prometu sa trećim licima je brokersko-dilersko društvo (Jovanović, 2009: 117).

Prilikom pravnog uređenja položaja filijale brokersko-dilerskog društva, intencija zakonodavca bila je omogućavanje konkurentnosti i privlačenje stranih investicija, harmonizovanjem domaćih propisa sa evropskim zakonodavstvom, prvenstveno Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata. S tim u vezi, Zakon je omogućio da svako brokersko-dilersko društvo kome je nadležni organ države članice EU dao dozvolu za rad i nad kojim vrši nadzor, u skladu sa propisima EU o tržištima finansijskih instrumenata,

³² U poređenju sa rešenjem prethodnog Zakona o tržištu kapitala, novi Zakon je skratio rok sa 30 na 15 dana u kojem je brokersko-dilersko društvo obavezno da podnese prijavu za upis u Registar privrednih subjekata (ZTK 2006, čl. 162, st. 1).

može da pruža investicione usluge i/ili da obavlja investicione aktivnosti i dodatne usluge na teritoriji Republike Srbije u skladu sa propisima EU o tržištima finansijskih instrumenata i propisima EU o pristupu delatnosti kreditnih institucija i prudencijalnom nadzoru kreditnih institucija i investicionih društava, na osnovu prava o poslovnom nastanjivanju, bilo osnivanjem filijale, bilo posredstvom vezanog zastupnika osnovanog u Republici Srbiji, pod uslovom da njihova dozvola koju je brokersko-dilersko društvo ili ovlašćena banka dobila u matičnoj državi članici predviđa te usluge i aktivnosti. Dodatne usluge se mogu pružati samo zajedno sa investicionim uslugama i/ili aktivnostima (ZTK, čl. 199, st. 1).

Dalje, svako brokersko-dilersko društvo kome je dozvolu za rad izdala Komisija za hartije od vrednosti i nad kojim vrši nadzor može slobodno da pruža investicione usluge i/ili obavlja investicione aktivnosti, kao i dodatne usluge, na teritoriji druge države članice EU u skladu sa ovim zakonom kao i zakonom o bankama, na osnovu prava o poslovnom nastanjivanju, bilo osnivanjem ogranka, bilo posredstvom vezanog zastupnika osnovanog izvan Republike Srbije, pod uslovom da dozvola za rad izdata investicionom društvu ili ovlašćenoj banci u Republici predviđa te usluge i aktivnost (ZTK, čl. 199, st. 3).

Kako bi se omogućilo prekogranično poslovanje domaćih brokersko-dilerskih društava, Zakonom je regulisan postupak osnivanja filijale domaćeg društva u zemlji članici EU. Najpre, brokersko-dilersko društvo koje želi da osnuje ogranak na teritoriji druge države članice EU ili da posluje posredstvom vezanih zastupnika osnovanih u drugoj državi članici EU u kojoj nije osnovao ogranak, obavezno je da prethodno o tome obavesti Komisiju i da joj dostavi potrebne podatke: 1) ime države članice na čijoj teritoriji namerava da osnuje ogranak ili države članice u kojoj ne osniva ogranak, ali namerava da koristi vezane zastupnike sa sedištem u toj državi članici; 2) poslovni plan u kojem navodi investicione usluge i/ili aktivnosti i dodatne usluge koje će nuditi; 3) organizacionu strukturu ogranka, kad je osnovan, i naznaku da li ogranak namerava da koristi vezane zastupnike i naziv vezanih zastupnika; 4) da li namerava da koristi vezane zastupnike u državi članici u kojoj investiciono društvo ne osniva ogranak, opis nameravane upotrebe vezanog zastupnika ili vezanih zastupnika i organizacionu

strukturu, uključujući zahteve za izveštavanje i navođenje mesta koje zastupnik ili zastupnici imaju u korporativnoj strukturi investicionog društva; 5) adresu u državi članici domaćinu na kojoj se mogu dobiti dokumenta; 6) imena lica odgovornih za upravljanje ogrankom ili vezanim zastupnikom. Kada investiciono društvo koristi vezanog zastupnika osnovanog u državi članici izvan Republike, takav vezani zastupnik postaje deo ogranka, ako je ogranak osnovan, i u svakom slučaju na njega se primenjuju odredbe ovog zakona o ograncima (ZTK, čl. 199, st. 5 i 6).

Nakon razmatranja dobijenih podataka (administrativna struktura, finansijski položaj i sl.) Komisija je dužna da u roku od tri meseca od prijema informacija te podatke dostavi nadležnom regulatornom organu države članice EU, koji je određen kao kontakt tačka u skladu sa propisima EU o tržištima finansijskih instrumenata i o tome obavesti investiciono društvo. Po prijemu obaveštenja od nadležnog regulatornog organa države članice EU, odnosno ukoliko Komisija ne primi takvo obaveštenje od nadležnog organa, najkasnije dva meseca od dana prenosa podataka od strane Komisije, brokersko-dilersko društvo može osnovati ogranak u inostranstvu i započeti s radom (ZTK, čl. 199, st. 7–10).

3.2.4 Organi uprave brokersko-dilerskog društva

Kako je brokersko-dilersko društvo akcionarsko društvo, ima organe uprave koji su propisani i za ostala akcionarska društva Zakonom o privrednim društvima (Zakon o privrednim društvima, čl. 326). Zakon o tržištu kapitala posebno uređuje upravu brokersko-dilerskog društva, tražeći da njeni članovi budu stručna i poštena lica, u kontekstu da u svakom trenutku imaju dobru reputaciju, poseduju dovoljno znanja, veština i kvalifikacija, kako bi mogli razumeti delatnost društva, uključujući glavne rizike sa kojim se suočavaju u toku poslovanja (Jovanović, 2009: 128).³³

³³ Pravilnikom je detaljno uređeno koji se uslovi procenjuju prilikom izbora, odnosno imenovanja članova uprave. Tako član organa uprave investicionog društva mora imati najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima u: drugom investicionom društvu, banci, berzi, društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima, osiguravajućem društvu, Komisiji za hartije od vrednosti,

Statutom društva određuje se da li je upravljanje društvom jednomno ili dvodomno. Kod jednodomnog društva, organi uprave su jedan ili više direktora, odnosno odbor direktora, dok kod dvodomnog društva, organi uprave su nadzorni odbor i jedan ili više izvršnih direktora, odnosno izvršni odbor (Pravilnik o davanju saglasnosti na imenovanje članova organa uprave, čl. 7).

Investiciono društvo je dužno da ima najmanje dva člana organa uprave koji upravljaju poslovanjem investicionog društva. Izuzetno, Komisija može dati dozvolu investicionom društvu kojim upravlja samo jedan član organa uprave pod uslovom da društvo kumulativno ispuni sledeće: 1) uspostavi alternativne mehanizme koji obezbeđuju dobro i odgovorno upravljanje takvim investicionim društvom, kao i odgovarajuće poštovanje interesa klijenata i integriteta tržišta; 2) da to fizičko lice ima dovoljno dobru reputaciju, poseduje dovoljno znanja, veština, kvalifikacija i iskustva i posvećuje dovoljno vremena izvršavanju svojih obaveza (ZTK, čl. 156, st. 2 i 3).

Pri određivanju broja direktorskih funkcija koje član organa uprave može istovremeno obavljati, vodi se računa o pojedinačnim okolnostima i prirodi, obimu i složenosti aktivnosti investicionog društva. Članovi organa uprave investicionog društva, za koje se smatra da je veliko u smislu njegove veličine, unutrašnje organizacije i prirode, obima i složenosti poslovanja, ne mogu istovremeno obavljati funkcije koje sadrže više od jedne od sledećih kombinacija funkcija, osim ako ti članovi predstavljaju Republiku: 1) jedna funkcija izvršnog direktora i dve funkcije neizvršnog direktora; 2) četiri funkcije neizvršnog direktora (ZTK, čl. 156, st. 6).

Direktor investicionog društva mora biti zaposlen sa punim radnim vremenom u tom društvu. Takođe, direktor i najmanje jedan član uprave moraju poznavati srpski jezik. Za vreme dok obavljaju poslove u investicionom društvu, navedena lica ne mogu obavljati druge poslove u društvu, niti zaključivati ugovore

Narodnoj banci Srbije, Centralnom registru, depou i kliringu hartija od vrednosti, na poslovima naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, privrednog prava, računovodstva i revizije, odnosno u privrednom društvu ili drugom pravnom licu na finansijskim poslovima (Pravilnik o davanju saglasnosti na imenovanje članova organa uprave organizatora tržišta, investicionog društva, Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti i sistema odobrenih objava (APA), čl. 12, st. 1).

o dopunskom radu sa drugim učesnicima na finansijskom tržištu, niti u drugim pravnim licima. Izuzetno, u situacijama izazvanim poremećajima na tržištu kapitala, investiciono društvo može doneti odluku da jedan od direktora može obavljati i druge poslove u društvu, ukoliko to nije u suprotnosti sa Zakonom (Pravilnik o davanju saglasnosti na imenovanje članova organa uprave, čl. 8). Direktori investicionog društva imenuju se na period određen statutom, koji ne može biti duži od četiri godine (mandat direktora). Ukoliko statutom ili odlukom skupštine društva o imenovanju direktora nije određena dužina trajanja mandata direktora, mandat traje četiri godine. Po isteku mandata, direktor može biti ponovo imenovan (Zakon o privrednim društvima, čl. 385). Uprkos tome što je zakonom ostavljena mogućnost ponovnog reizbora direktora, brokersko-dilersko društvo će podneti predlog za njegov reizbor tek nakon razmatranja rezultata procene u odnosu na ispunjavanje njegove dužnosti koje je praćeno u prethodnom mandatu (Pravilnik o davanju saglasnosti na imenovanje članova organa uprave, čl. 23).

Investiciono društvo mora imati najmanje dva člana koja ga zastupaju. Ova odredba prvi put uvedena je Zakonom o tržištu kapitala 2011. godine, i predstavljala je novinu, s obzirom na to da su prema dotadašnjim pravilima društva bila obavezna da imaju jednog zastupnika. Svrha dodatnih pooštavanja obaveza društava opravdava se postizanjem veće sigurnosti poslovanja društava, imajući u vidu uvođenje novih investicionih usluga koje brokersko-dilerska društva pružaju svojim klijentima (Montiljo Mihajlović, 2013: 160).

Organ uprave investicionog društva, odnosno rukovodioci ovlašćene banke, utvrđuju, nadgledaju i odgovorni su za sprovođenje sistema upravljanja koji obezbeđuje efikasno i odgovorno vođenje investicionog društva, uključujući podelu dužnosti unutar društva i sprečavanje sukoba interesa na način kojim se podržavaju integritet tržišta i interesi klijenata. Između ostalog, nadležnost organa uprave manifestuje se u sledećim poslovima: 1) odobravanje i nadgledanje sprovođenja strateških ciljeva društva, strategije rizika i unutrašnjeg upravljanja (tzv. politika primerenosti); 2) staranje o celovitosti računovodstvenog sistema i sistema finansijskog izveštavanja, uključujući finansijske i

operativne kontrole i usklađenost sa zakonima i odgovarajućim standardima; 3) nadgledanje postupka obelodanjivanja i saopštavanja informacija; 4) obezbeđivanje delotvornog nadgledanja višeg rukovodstva (ZTK, čl. 157).

Investiciona društva za koja se smatra da su velika u smislu njihove veličine, unutrašnje organizacije i prirode, obima i složenosti poslovanja, u obavezi su da osnuju odbor za imenovanja sastavljen od članova organa uprave koji ne obavljaju nijednu izvršnu funkciju u tom investicionom društvu.³⁴

Kada utvrdi da su ispunjeni svi zakonom propisani uslovi, Komisija daje saglasnost na izbor, odnosno imenovanje člana organa uprave investicionog društva, odnosno rukovodioca ovlašćene banke, u roku od sedam radnih dana od dana prijema urednog zahteva. Međutim, ukoliko se zahtev za davanje saglasnosti za izbor, odnosno imenovanje člana organa uprave podnosi istovremeno uz zahtev za davanje dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, Komisija odlučuje istovremeno o oba zahteva i u tom slučaju se primenjuje rok od šest meseci od dana prijema urednog zahteva. Komisije će odbiti zahtev za davanje saglasnosti na izbor, odnosno imenovanje člana organa uprave kada utvrdi da nisu ispunjeni zakonom propisani uslovi, ili ukoliko konstatuje da članovi organa uprave nemaju valjanu reputaciju, ne poseduju kvalifikovano znanje, veštine i iskustvo i ne posvećuju dovoljno vremena u obavljanju svojih funkcija u društvu (ZTK, čl. 159). Komisija može povući prethodno datu saglasnost za izbor, odnosno imenovanje pomenutih lica, ako utvrdi da je rešenje doneto na osnovu netačnih ili nepotpunih podataka, ako lice više ne ispunjava propisane

³⁴ Nadležnost odbora za imenovanja je sledeća: 1) utvrđuje i preporučuje kandidate za upražnjena radna mesta u organu uprave, koje potom usvaja organ uprave ili se odobrava na skupštini akcionara. Pri tome Odbor za imenovanja u obzir uzima ravnotežu znanja, veština, raznolikosti i iskustva organa uprave, priprema opis dužnosti i potrebnih sposobnosti za određeno mesto i procenjuje očekivano vreme potrebno za izbor, te utvrđuje potrebnu zastupljenost polova u organu uprave i razvija mere za povećanje broja predstavnika premalo zastupljenog pola u organu uprave kako bi se postigao ovaj cilj; 2) redovno i najmanje jednom godišnje ocenjuje strukturu, veličinu, sastav i uspešnost organa uprave i za organ uprave priprema preporuke u vezi sa mogućim izmenama; 3) redovno, a najmanje jednom godišnje procenjuje znanje, veštine i iskustvo pojedinačnih članova organa uprave, kao i organa uprave kao celine i o tome obaveštava organ uprave; 4) redovno preispituje politiku organa uprave u pogledu izbora i imenovanja višeg rukovodstva i priprema preporuke za organ uprave (ZTK, čl. 158).

uslove, ili je lice naknadno izvršilo povredu zakona o tržištu kapitala, zakona kojim se uređuje sprečavanje pranja novca i finansiranje terorizma, opštih akata organizatora tržišta ili Komisije, a Komisija je razmotrila da je povreda ozbiljna i sistematska, kao i da to lice čini nepouzdanim i nepodobnim za obavljanje poslova direktora, odnosno članova odbora (ZTK, čl. 159, st. 5).

3.2.5 Opšta akta brokersko-dilerskog društva

Opšta akta brokersko-dilerskog društva su osnivački akt, statut, pravila i procedure poslovanja i pravilnik o tarifi. Komisija daje prethodnu saglasnost na osnivački akt, statut i pravila i procedure poslovanja, kao i na njihove izmene i propisuje njihovu bližu sadržinu (Montiljo Mihajlović, 2013: 154).

Osnivački akt je konstitutivni akt, dok statut usvaja skupština brokersko-dilerskog društva i njime se uređuje upravljanje društvom. Pravilima i procedurama poslovanja brokersko-dilerskog društva uređuju se: vrste poslova koje obavlja društvo, kategorizacija klijenata, vrste naloga klijenata, prijem i izvršenje klijentovih naloga, informacije koje se obezbeđuju maloprodajnim klijentima, sadržina ugovora sa klijentom, međusobna prava i obaveze brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata, zaštita imovine klijenata, postupanje po pritužbama klijenata (Pravilnik o davanju saglasnosti na opšta akta, čl. 15). Naime, pravilima i procedurama poslovanja kao internim aktima investicionog društva detaljno se uređuju i, u prazninama, dopunjuju pravila sadržana u zakonima i pratećim podzakonskim aktima, sa kojim moraju da su saglasni. Primena ovih pravila posebno dolazi do izražaja prilikom zaključenja kakvog ugovora brokersko-dilerskog društva sa klijentima o pružanju investicione i/ili dodatne usluge. Ugovor o pružanju investicione usluge sa klijentom se u tom slučaju zasniva na opštim uslovima poslovanja brokersko-dilerskog društva ili udruženja kome on pripada (Jovanović, 2009: 33). O uslovima poslovanja klijent mora biti prethodno informisan, jer u suprotnom, ima pravo da traži poništaj ugovora zaključenog sa brokersko-dilerskim društvom, ukoliko ga pojedini uslovi neopravdano potčinjavaju društvu ili mu nameću nesrazmerne obaveze u poređenju

sa drugom ugovornom stranom (Jovanović, 2009: 33). Shodno tome, brokersko-dilersko društvo je u obavezi da klijentima i potencijalnim klijentima omogući uvid u pravila poslovanja, pravilnik o tarifi i njihove izmene u poslovnim prostorijama u kojima obavlja rad sa klijentima, kao i objavljivanjem na internet stranici društva. Takođe, društvo je dužno da klijentima omogući uvid u izmene svih pomenutih akata u roku od sedam dana pre početka primene tih izmena (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva prilikom pružanja usluga, čl. 13).

3.2.6 Minimalni kapital brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilersko društvo mora ispuniti uslove u pogledu visine i porekla kapitala da bi otpočelo sa pružanjem usluga. Regulatorni organi nameću zahteve u pogledu prikaza porekla kapitala, sredstava u imovini društva, kako bi se obezbedila solventnost društva (Kahane, 1977: 207). Kapitalni standardi su projektovani tako da obezbede brokersko-dilerskim društvima pristup tržištu, uz dovoljno finansijskih sredstava. Minimalni kapitalni zahtevi međutim, nisu suviše strogi, kako ne bi odvrtili konkurenciju i osiromašili tržište, postavljajući nepotrebne barijere za pristupanje novih društava tržištu (Moloney, 2008: 414).³⁵

Kapital brokersko-dilerskog društva mora biti najmanje jednak iznosu zahteva kapitala potrebnog za pokriće eventualnih gubitaka zbog: 1) rizika kojima je društvo izloženo u trgovini hartijama od vrednosti za svoj račun i u obavljanju poslova po osnovu ugovora o organizovanju distribucije hartija od vrednosti sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca; 2) kreditnih, tržišnih, valutnih, operativnih i reputacionih rizika kojima je društvo izloženo u svom poslovanju; 3) rizika kojima je društvo izloženo u vršenju usluga u vezi sa hartijama od vrednosti i obavljanju drugih poslova (nalogoprmački poslovi) (Pravilnik o adekvatnosti kapitala, čl. 5).

³⁵ U pojedinim zemljama sa razvijenom tržišnom privredom, visina osnivačkog kapitala brokersko-dilerskog društva se vezuje za ostvareni promet. Vezivanjem obima poslovanja i portfelja hartija od vrednosti za visinu osnivačkog kapitala društva, sprovodi se preventivna kontrola i sprečava se da berzanski posrednici obavljaju poslove izvan svojih finansijskih mogućnosti. Ako žele da uvećaju promet, moraju uvećati i kapital (Jorgić, 2001: 372).

Novčani deo osnovnog kapitala brokersko-dilerskog društva mora biti najmanje u visini zakonom propisanog kapitala, koji se razlikuje u zavisnosti od vrste delatnosti koju obavlja investiciono društvo. Za nalogoprimačke, odnosno brokerske poslove (sakupljanje, prosleđivanje i izvršenje naloga), upravljanje portfoliom klijenta, investiciono savetovanje i sprovođenje postupka ponude finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa (agent emisije), minimalni kapital iznosi 125.000 evra u dinarskoj protivvrednosti (Jovanović, 2011: 279). Izuzetno, internim aktom Komisija za hartije može sniziti ovaj iznos na 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti u slučajevima kada brokersko-dilersko društvo nije ovlašćeno da upravlja novcem ili finansijskim instrumentima klijenata, odnosno kada obavlja samo aktivnosti ili pruža usluge prijema, prenosa i izvršenja naloga za račun klijenata (tj. nalogoprimački poslovi) (ZTK, čl. 165, st. 2). Za dilerske (preprodajne) poslove neophodno je da brokersko-dilersko društvo poseduje minimalni kapital u iznosu od 200.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, dok za pokrovitelja emisije, tržišno snabdevanje (*market mejing*) i upravljanje multilateralnom trgovačkom platformom potreban je minimalni kapital od 730.000 evra u dinarskoj protivvrednosti (Sovilj, 2011: 341). Smatra se da investiciono društvo sa najvećim iznosom kapitala (tj. 730.000 evra) ispunjava uslov u pogledu potrebnog kapitala za obavljanje delatnosti ili pružanje investicionih usluga za koje je propisan niži iznos (ZTK, čl. 165, st. 3). Međutim, zakonodavac je propustio da odredi minimalni potrebni kapital za brokersko-dilersko društvo koje namerava da se bavi upravljanjem organizovane trgovačke platforme, kao potpuno nove delatnosti društva. U nedostatku pratećih podzakonskih akata koji bi eventualno otklonili postojeću pravnu prazninu, sasvim je izvesno da, ukoliko se određeno društvo opredeli za upravljanje OTP, Komisija za hartije od vrednosti mora formirati stav, koji mora ići u korak sa stavovima evropskih regulatornih tela, da bi se obezbedilo ujednačeno tumačenje propisa i izbegle pravne nejasnoće i nesigurnosti.

Drugi uslov u vezi sa kapitalom brokersko-dilerskog društva tiče se njegovog porekla. Neophodno je da kapital društva potiče iz zakonitih izvora, radi čega društvo mora podneti dokaze o poreklu kapitala Komisiji za hartije od vrednosti. Dok se minimalnim kapitalom nastoji postići sigurnost u poslovanje brokersko-dilerskog

društva, poreklom kapitala nastoji se sprečiti da nepouzdana lica sa sumnjivom reputacijom (npr. bankrotanti, špekulanti, osuđenici, kriminalci) uđu na tržište kapitala koje je podobno za razne zloupotrebe (npr. pranje novca ili utaje poreza) (Jovanović, 2009: 126).

Brokersko-dilersko društvo dužno je da u svom poslovanju obezbedi da njegov kapital uvek bude u visini koja nije manja od zakonom propisanog minimalnog iznosa kapitala. Ukoliko kapital padne ispod minimalnog propisanog iznosa kapitala, Komisija za hartije od vrednosti naložiće društvu da u određenom periodu otkloni odstupanja i izreći će neku od nadzornih mera propisanih zakonom. Društvo je dužno da u roku od šest meseci od dana za koji je sastavljen bilans stanja (31. 12. prethodne godine), odnosno do 30. juna tekuće godine, poveća kapital tako da njegova vrednost na dan uplate bude najmanje jednaka potrebnom kapitalu za obavljanje odobrene delatnosti ili da podnese zahtev za suženje delatnosti za koju poseduje dovoljan kapital (Uputstvo o izračunavanju kapitala, tač. 3).

3.3 OVLAŠĆENA BANKA

3.3.1 *Pojam i pravni položaj ovlašćene banke*

Druga vrsta trgovaca hartijama od vrednosti, pored brokersko-dilerskih društava su ovlašćene banke, odnosno kreditne institucije, kako ih imenuje novi Zakon o tržištu kapitala, opisujući ih kao „organizacioni deo kreditnog instituta namenjen za obavljanje investicionih usluga i aktivnosti“ (Jovanović, Radović & Radović, 2023: 657). Kako su banke vrlo važni učesnici na finansijskom tržištu, dozvoljeno im je da trguju serijskim hartijama od vrednosti, pored obavljanja redovnih bankarskih poslova, kao što je primanje depozita, davanje kredita, izdavanje garancija, vođenje računa klijenata itd. (Jovanović, 2009: 39). Iako su bankarski poslovi prvobitno vezivani za novčani promet, a ne za promet hartija od vrednosti, vremenom su ovi potonji uključivani u bankarske poslove. Objedinjavanje ovih poslova u koncepciji univerzalnog bankarstva odgovara većem i potencijalno uticajnijem kapitalu

koji je određen zakonskim cenzusom i koji faktički stoji iza banke, u poređenju na niži kapital brokersko-dilerskog društva na tržištu kapitala. Kao značajan učesnik na tržištu novca i tržištu kapitala, banka je znatno otpornija na potrese na finansijskom tržištu, s obzirom na to da ima veće mogućnosti delovanja i usmeravanja tokova na ovim tržištima, dislociranjem svoje i tuđe imovine sa jednog na drugo tržište (Popović, 2009: 599). Višestruko viši cenzus za banke u pogledu novčanog dela osnovnog kapitala, te konsekvantno, njihov mnogo veći finansijski potencijal, donekle omogućuje bankama prednost na tržištu kapitala, u odnosu na brokersko-dilerska društva, koja su za to specijalizovana. Perspektiva banaka je u daljoj specijalizaciji, povećanju kvaliteta usluga, kao i pronalaženju puteva za jaču međusobnu saradnju sa brokersko-dilerskim društvima (Popović, 2003: 111).

Univerzalne banke predstavljaju značajne investitore u hartije od vrednosti na tržištima kapitala.³⁶ U okviru njih se izdvaja posebno definisani organizacioni segment, tj. ovlašćena banka, koja u skladu sa zakonskom regulativom, ispunjava uslove za obavljanje poslova sa hartijama od vrednosti na tržištu kapitala. Osnovni motiv banaka za ulaganje u hartije od vrednosti jeste ostvarivanje maksimalnog profita, u što kraćem periodu. Zbog toga banke kreiraju sopstveni portfelj, koji se sastoji od investiranja u različite hartije od vrednosti. Time banke nastoje da diverzifikuju sopstveni portfelj, preraspodelom investiranog kapitala u različite hartije, kako bi smanjile izloženost riziku (Borković, 2012: 1335).

³⁶ Univerzalne banke su finansijske institucije koje se podjednako bave depozitno-kreditnim poslovima sa stanovništvom i privredom, kao i poslovima sa hartijama od vrednosti. Nazivaju ih „finansijski supermarketi“ ili *one stop shops*, što nedvosmisleno ukazuje na ponudu na jednom mestu, koja može zadovoljiti sve finansijske prohteve klijenata. Koncept univerzalne banke ima dugu istoriju i u mnogim razvijenim zemljama predstavlja jedini model poslovanja banaka. Danas je koncept univerzalnog bankarstva prihvaćen i u SAD-u, gde je zakonom iz 1999. godine (*Gramm-Leach-Bliley Act*) ukinut dotadašnji Glas-Stigalov zakon iz 1933. godine koji je razdvojio komercijalno bankarstvo od investicionog. Pojedini autori su uzroke finansijske krize iz 2008. godine videli upravo u konceptu univerzalnog bankarstva. Među njima je i Pol Krugman (*Paul Krugman*), profesor ekonomije i dobitnik Nobelove nagrade, koji ukazuje na otuđenost savremenog bankarstva od svojih korena i kritikuje pojavu „bankarstva u senci“, odnosno odbojnost banaka da se bave tradicionalnim depozitno-kreditnim poslovima i njihovu općinjenost investiranjem i hartijama od vrednosti (Vučković & Prvulović, 2013: 54–79).

Uprkos težnjama za maksimiziranjem profita, banke su u značajnijoj meri izložene rizicima u poslovanju naspram brokersko-dilerskih društava, jer osim trgovine hartijama od vrednosti, obavljaju i redovne bankarske poslove što utiče na njihovo poslovanje i pojavu sistemskog rizika. Rizik likvidnosti predstavlja najveću opasnost za ovlašćene banke, usled ročne neusklađenosti priliva i odliva novčanih sredstava, što može izazvati gubitak poverenja javnosti u banke. Naspram banaka, brokersko-dilerska društva su u manjoj meri izložena riziku likvidnosti, jer se mahom finansiraju na tržištu kapitala (Wood, 2008: 333). Osim rizika likvidnosti, ovlašćene banke se pretežno izlažu kreditnom riziku, dok se brokersko-dilerska društva izlažu tržišnim rizicima.

3.3.2 Osnivanje ovlašćene banke

Poslovi ovlašćene banke kao trgovca hartijama od vrednosti su kod nas prvi put uređeni Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2002. godine. Da bi se bavila trgovinom hartija od vrednosti, ovlašćena banka mora ispuniti iste uslove koji se traže i za brokersko-dilersko društvo. Kada utvrdi da su ispunjeni uslovi, Komisija za hartije od vrednosti izdaje dozvolu za rad banci, čime joj se priznaje svojstvo investicionog društva (Jovanović, 2009: 139). Kada ovlašćena banka dobije dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti investicionog društva, dužna je da o tome obavesti Narodnu banku Srbije najkasnije narednog radnog dana (ZTK, čl. 228, st. 1).

Ovlašćena banka sme trgovati hartijama od vrednosti samo preko posebnog organizacionog dela banke – ogranka, koji je specijalizovan samo za trgovinu hartijama od vrednosti. Ogranak nema svojstvo pravnog lica, ali banka mora da: 1) u poslovnim knjigama obezbedi posebnu evidenciju o poslovanju ogranka; 2) raspoláže odgovarajućim kadrovima tj. da ima najmanje jednog brokera sa položenim stručnim ispitom; 3) donese pravila poslovanja ogranka, uz prethodnu saglasnost Komisije za hartije od vrednosti; 4) poseduje adekvatnu organizacionu i tehničku osposobljenost; 5) svojim internim pravilima uredi način obavljanja posredničkih poslova, pre svega sprečavanje zloupotrebe

informacija koje nisu dostupne svim učesnicima na tržištu kapitala (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 119).

U okviru posebnog organizacionog dela – ogranka, ovlašćena banka može obavljati sve investicione usluge i aktivnosti koje su propisane Zakonom o tržištu kapitala, izuzev obavljanja sledećih dodatnih aktivnosti: 1) odobravanje kredita ili zajmova investitoru radi zaključenja transakcije sa jednim ili više finansijskih instrumenata kada je društvo koje daje kredit ili zajam uključeno u transakciju i 2) usluge konverzije stranih valuta u vezi sa pružanjem investicionih usluga, s obzirom na to da ove usluge potpadaju pod redovnu nadležnost banke. Takođe, za razliku od prethodnog Zakona o tržištu kapitala iz 2011. godine, novi Zakon je eksplicitno zabranio ovlašćenim bankama mogućnost obavljanja poslova organizatora tržišta, odnosno upravljanja multilateralnom trgovačkom platformom i organizovanom trgovačkom platformom. S druge strane, ovlašćena banka je isključivo nadležna da se bavi primanjem strukturiranih depozita i obavezna je da o nameri uvođenja strukturiranog depozita u ponudu svojih usluga obavesti Narodnu banku Srbije i Komisiju za hartije od vrednosti najkasnije 30 dana pre tog uvođenja (ZTK, čl. 228, st. 2, 3 i 8).

Na ovlašćenu banku ne primenjuju se odredbe Zakona o tržištu kapitala kojima se reguliše sticanje kvalifikovanog učešća, statusne promene, ustanovljavanje odbora za imenovanje velikih investicionih društava, trgovanje i zaključivanje transakcija u okviru MTP-a i OTP-a. Nasuprot tome, na sticanje kvalifikovanog učešća u ovlašćenoj banci primenjuju se stroža pravila koja važe za banke. Zakon o bankama određuje posebna pravila u vezi sa sticanjem direktnog ili indirektnog vlasništva u banci koje omogućava najmanje 5%, odnosno više od 20%, 33% ili 50% glasačkih prava na skupštini akcionara (Jovanović, Radović & Radović, 2023: 639). Kvalifikovano sticanje moguće je na osnovu pravnog posla samo uz prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije koja odlučuje o zahtevu u roku od 60 dana od dana prijema urednog zahteva (Zakon o bankama, čl. 94, st. 2). Dalje, na ovlašćenu banku, takođe, ne primenjuju se propisi o visini minimalnog kapitala, likvidnosti, vrstama i izloženosti riziku, adekvatnosti kapitala i upravljanju rizicima, s obzirom na to da su ova pitanja uređena bankarskim propisima i potpadaju pod nadležnost centralne banke (ZTK, čl. 228, st. 6).

Ovlašćena banka je poput svih banaka dužna da obezbedi novčani deo osnivačkog kapitala koji ne sme biti manji od 10.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti prema zvaničnom srednjem kursu (Zakon o bankama, čl. 22).

Uzimajući u obzir da je ovlašćena banka organizacioni deo kreditne institucije čija je delatnost pružanje investicionih usluga i/ili aktivnosti, te da nije poseban pravni subjekt, već, organizaciona jedinica banke, ovlašćena banka nema sopstvene organe koji bi se razlikovali od organa banke. Zakonom o tržištu kapitala jedino su propisana pravila za rukovodioce ovlašćene banke koja ih podvrgavaju istovetnom režimu kao i članove organa uprave brokersko-dilerskog društva (Jovanović, Radović & Radović, 2023: 659).

Ovlašćena banka je u obavezi da obavesti Komisiju kada se promene uslovi za obavljanje delatnosti trgovine hartijama od vrednosti, u pogledu minimalnog kapitala, broja zaposlenih koji su ovlašćeni za obavljanje poslova trgovine hartijama od vrednosti. Sprovođenje kontrole i nadzora nad poslovanjem ovlašćene banke kao investicionog društva potpada pod nadležnost Komisije za hartije od vrednosti. Informacije koje Komisija prikupi u postupku nadzora su poverljivi podaci i oni se dostavljaju Narodnoj banci Srbije uz propisane mere zaštite poverljivih podataka. Ukoliko Komisija ustanovi nepravilnosti u poslovanju sa hartijama, može izreći ovlašćenoj banci mere i sankcije radi njihovog otklanjanja poput: oduzimanje saglasnosti za imenovanje direktora, odnosno članove odbora direktora, zabraniti obavljanje pojedinih poslova, blokirati račune ovlašćenoj banci, kao i raspolaganje hartijama od vrednosti i novčanim sredstvima koji se vode na tim računima, privremeno zabraniti isplatu dividendi akcionarima banke i članovima odbora, izreći javne opomene (Cicmil, 2005: 1187–1193). Rešenje o preduzetim merama mora se dostaviti Narodnoj banci Srbije bez odlaganja, koja se ne sme mešati u nadležnost Komisijine kontrole nad ogranom ovlašćene banke za trgovinu hartijama od vrednosti. Takođe, Komisija može zabraniti ovlašćenoj banci poslovanje hartijama od vrednosti, dok joj ne može zabraniti pružanje ostalih bankarskih usluga na tržištu novca, s obzirom na to da u tom segmentu banka potpada pod nadležnost Narodne banke Srbije (Jovanović, 2009: 140).

4. DELATNOST INVESTICIONIH DRUŠTAVA

4.1 DELATNOST (PRAVNI POSLOVI) INVESTICIONIH DRUŠTAVA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Brokersko-dilersko društvo odnosno ovlašćena banka može obavljati poslove posredovanja, zastupanja ili komisiona u kupovini i prodaji hartija od vrednosti (brokerski poslovi), poslove pružanja savetodavnih usluga u vezi sa poslovanjem hartija od vrednosti (investiciono savetovanje), poslove kreditiranja klijenata, poslove čuvanja hartija od vrednosti, poslove upravljanja hartijama od vrednosti (portfolio menadžer), poslove organizovanja distribucije hartija od vrednosti bez obaveze otkupa neprodanih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na tržište (agent emisije), poslove organizovanja distribucije i preuzimanja, odnosno otkupa cele ili dela emisije hartija od vrednosti od izdavaoca u cilju dalje prodaje (pokrovitelj emisije), dilerske poslove, poslove tržišnog snabdevanja (*market mejker*) (Vasiljević, 2007: 467). Brokersko-dilersko društvo može obavljati poslove upravljanja multilaterlnom i organizovanom trgovačkom platformom i sistematskim posredovanjem, za razliku od ovlašćene banke kojoj je izričito zabranjeno bavljenje poslovima organizovanja tržišta i upravljanja MTP i OTP. Brokersko-dilersko društvo, kao i ovlašćena banka, može obavljati kastodi poslove, osim poslova otvaranja i vođenja zbirnog kastodi računa, koji su isključivo rezervisani za kastodi banku (Popović, 2003: 116–117).³⁷

Pravni značaj podele poslova na brokerske i dilerske ogleda se u različitim uslovima za njihovo obavljanje, usled različite

³⁷ Kastodi banka je organizaciona jedinica banke koja ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje poslova čuvanja i upravljanja hartijama od vrednosti za račun njihovih imalaca, a u skladu sa Zakonom o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom (Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom, čl. 131; Nikolić, 2022: 171–187).

rizičnosti kako po samo investiciono društvo, tako i po njegove klijente. Ugovore koje zaključuju investiciona društva sa svojim klijentima, neovisno da li su brokerski ili dilerski, moraju imati pisanu formu (Jovanović, 2009: 118). Ugovorom se utvrđuju prava i obaveze investicionog društva i klijenta, kao i ostali uslovi pod kojima investiciono društvo pruža usluge klijentima, s tim da prava i obaveze ugovornih strana mogu biti navedene i upućivanjem na pravna i druga dokumenta dostupna klijentu. Takođe, ugovor obavezno sadrži izjavu klijenta da je upoznat sa sadržajem pravila poslovanja i pravilnikom o tarifi investicionog društva pre zaključenja ugovora.

4.2 BROKERSKI (NALOGOPRIMAČKI) POSLOVI

Nalogoprimački posao predstavlja odnos investicionog društva, kao lica ovlašćenog na zaključenje posla, i njegovog klijenta. Ovaj odnos se zasniva na ugovoru o nalogu, kojim se investiciono društvo (nalogoprimac) obavezuje da zaključi berzanski posao za račun klijenta (nalogodavca), a klijent se obavezuje da mu isplati naknadu za uloženi trud (Jovanović, 2009: 340). Nalogoprimački poslovi su poslovi posredovanja, zastupanja i komisiona na tržištu kapitala, koje srpski zakonodavac naziva jedinstvenim, anglofilskim terminom brokerski poslovi.³⁸

4.2.1 Posredovanje

Posredovanje je delatnost u kojoj se jedna ugovorna strana – investiciono društvo obavezuje da nastoji da nađe i dovede u vezu sa svojim klijentom (nalogodavcem), kao drugom ugovornom stranom, treće lice koje bi sa njim pregovaralo o zaključenju

³⁸ Delatnosti posrednika i zastupnika se prožimaju, te se uredno događa da isti subjekti obavljaju obe delatnosti kao registrovano zanimanje. U anglosaksonskom pravu, nasuprot kontinentalnom pravu, posao posredovanja, zastupanja, ali i komisiona ne postoji kao samostalan, već je obuhvaćen jedinstvenim institutom *Agency* (Vasiljević, 2008: 125). Međutim, neretko se i u domaćoj stručnoj literaturi koristi termin broker za posrednika pod uticajem anglosaksonskog prava. Štaviše, termin broker se ne vezuje samo za posrednika na tržištu kapitala, već se koristi i za posrednike u osiguranju (Čolović, 2012: 439).

određenog berzanskog posla, a nalogodavac se obavezuje da mu isplati određenu naknadu (proviziju), ukoliko taj posao bude zaključen (Morse, 1995: 145).

Posrednik na tržištu kapitala osniva se kao akcionarsko društvo ili kao društvo sa ograničenom odgovornošću sa sedištem u Republici Srbiji. Minimalni iznos osnovnog kapitala posrednika na tržištu iznosi 5.000 evra u dinarskoj protivvrednosti. Na posrednike na tržištu primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako Zakonom nije drugačije određeno (ZTK, čl. 244). Na osnovu dozvole Komisije za hartije od vrednosti, posrednik može da pruža samo investicione usluge prenosa naloga koji se odnose na jedan ili više finansijskih instrumenata i investiciono savetovanje, a koje su u vezi sa prenosivim hartijama od vrednosti i jedinicama institucija kolektivnog investiranja. Izuzetno, posrednicima je dozvoljeno da tokom pružanja investicionih usluga ustupaju naloge samo: 1) brokersko-dilerskim društvima koja imaju dozvolu za rad u skladu sa zakonom; 2) ovlašćenim bankama koje imaju dozvolu za rad u skladu sa zakonom o bankama i 3) institucijama kolektivnog investiranja koje imaju dozvolu za radi u skladu sa zakonom kojim se uređuju institucije kolektivnog investiranja i njihova društva za upravljanje (ZTK, čl. 245).

Posrednici na tržištu su dužni da zaključe ugovor o osiguranju od profesionalne odgovornosti za štete nastale obavljanjem delatnosti, kojim je, s obzirom na veličinu i profil rizika, njihovim klijentima zagarantovana zaštita jednaka zaštiti koju pruža Fond za zaštitu investitora. Nasuprot tome, posrednicima na tržištu nije dozvoljeno da osnivaju filijale, niti da imenuju vezane zastupnike (ZTK, čl. 247 i 248).

Ukoliko klijent da tržišni nalog investicionom društvu (posredniku), posrednik nastoji da zaključi berzanski posao po najpovoljnijem kursu koji kotirana hartija od vrednosti bude imala na tržištu. To znači da posrednik sa kupovnim tržišnim nalogom nastoji da kupi određenu hartiju od vrednosti što jeftinije, dok posrednik sa prodajnim tržišnim nalogom nastoji da je proda što skuplje. Ukoliko po zaključenju posla nastupi povoljniji kurs za klijenta, posrednik ne odgovara za štetu klijentu nastalu usled razlike u ceni, ako je nalog izvršavao sa pažnjom dobrog stručnjaka. Odgovornost investicionog društva je isključena, jer društvo

preuzima obavezu sredstva, a ne cilja. Međutim, ukoliko klijent da granični (limitirani) nalog investicionom društvu, društvo ne sme izvršiti granični nalog po kursu koji je za klijenta nepovoljniji od označenog kursa. U slučaju da klijent odobri posao po nepovoljnijem kursu od graničnog, posrednik je dužan da nadoknadi klijentu nepovoljnu razliku između kurseva i prouzrokovanu štetu (Jovanović, 2009: 258–260).

Investiciono društvo kao klijentov posrednik odgovaraće za štetu koji je izazvao klijentu (nalogodavcu) svojom krivicom. Investiciono društvo smatraće se odgovornim prilikom pružanja usluge posredovanja klijentima u sledećim slučajevima: 1) kada je jedna ili druga strana između kojih je posredovao pretrpela štetu, kao posledica toga što je investiciono društvo posredovalo za poslovno nesposobno lice za čiju je nesposobnost znalo, ili da je prema prilikama, moralo znati, ili za lice za koje je znalo, ili prema prilikama, moralo znati da neće biti spremno ili sposobno da izvrši obaveze iz tog ugovora; 2) kad povredi dužnost odanosti nalogodavcu time što je bez dozvole nalogodavca obavestilo treće lice o sadržini naloga, o pregovorima ili uslovima zaključenog ugovora (ZOO, čl. 820, st. 1 i 2).

4.2.2 Zastupanje

Zastupanje je delatnost u kojoj se jedna ugovorna strana – zastupnik obavezuje da se stalno stara da treća lica zaključuju ugovore sa njegovim nalogodavcem, i da u tom smislu posreduje između njih i nalogodavca, kao i da po dobijenom ovlašćenju zaključuje ugovore sa trećim licima u ime i za račun nalogodavca, a nalogodavac se obavezuje da za svaki zaključen ugovor isplati određenu naknadu (proviziju) (ZOO, čl. 790). Nasuprot posredniku, zastupnik umesto nalogodavca zaključuje ugovor sa trećim licima. Zastupnik mora imati ovlašćenje (punomoćje) od nalogodavca, po osnovu prethodno zaključenog ugovora o zastupanju i dužan je da postupa u granicama nalogodavčevog ovlašćenja prilikom zaključenja ugovora sa trećim licima. Ukoliko investiciono društvo prekorači granice datog ovlašćenja prilikom zaključenja ugovora sa trećim licem (npr. kupi ili proda više hartija od

vrednosti nego što je bilo ovlašćeno, ili ugovori višu ili nižu cenu) izložiće se mogućim gubicima u poslovanju, s obzirom na to da je u obavezi da nadoknadi štetu trećem savesnom licu. Ukoliko nalogodavac odobri prekoračenje u ugovoru, ne postoji odgovornost investicionog društva, s obzirom na to da je nalogodavac preuzeo odgovornost na sebe (ratihabacija). Međutim, ako odbije prekoračenje ugovora, nalogodavac i zastupnik tj. investiciono društvo odgovaraju solidarno za štetu koju je pretrpelo treće savesno lice, koje nije znalo, niti je prema prilikama, trebalo znati za prekoračenje ovlašćenja (ZOO, čl. 87). Odgovornost investicionog društva postojaće i kada bez klijentovog ovlašćenja društvo zaključi ugovor sa trećim licem. U tom slučaju, treće lice koje je savesno, ima pravo da traži ispunjenje obaveze iz zaključenog ugovora direktno od investicionog društva (neovlašćenog zastupnika), s obzirom na to da je ugovor zaključilo sa njim, a ne sa nalogodavcem (Jovanović, 2009: 368). S druge strane, ukoliko investiciono društvo ne uspe da zaključi ugovor sa trećim licem, iako je postupalo po svom najboljem znanju i pravilima struke, nije odgovorno nalogodavcu za pretrpljenu štetu. Pravo na proviziju od nalogodavca investiciono društvo (zastupnik) stiče u momentu kada treće lice ispuni svoje obaveze iz zaključenog ugovora (kada preda novac za kupljene hartije od vrednosti, ili kada mu preda hartije od vrednosti koje je za njegov račun prodao).

Investiciono društvo redovno istupa za učesnike na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti u svojstvu zastupnika.³⁹ Ukoliko se zastupnik obaveže emitentu da organizuje emisiju hartija od vrednosti bez obaveze otkupa neprodatih hartija, ili da organizuje uključivanje izdatih hartija od vrednosti na organizovano tržište, on se smatra agentom emisije. U SAD se smatra vrstom pokrovitelja (meko preuzimanje, *best efforts underwriting*) (Jovanović, 2009: 121, 368 i 460).

³⁹ Međutim, za ovlašćene banke predviđena je dodatna mogućnost. Po osnovu čl. 75 Zakona o bankama, propisano je da predsednik izvršnog odbora banke predstavlja i zastupa banku, kao i da pri zaključivanju pravnih poslova i preduzimanju pravnih radnji iz delokruga izvršnog odbora, predsednik izvršnog odbora banke dužan je da obezbedi potpis jednog člana tog odbora. Na ovaj način, umesto da imenuju još jedno lice u okviru ovlašćene banke za zastupnika pored rukovodioca ovlašćene banke, za drugog zastupnika mogu se opredeliti na način koji je uređen Zakonom o bankama (Montiljo Mihajlović, 2013: 162).

Zakonom o tržištu kapitala ostavljena je mogućnost da investiciona društva imenuju vezane zastupnike koji se bave: 1) promovisanjem usluga investicionog društva; 2) pridobijanjem novih klijenata ili prijemom i prenosom naloga klijenata, odnosno potencijalnih klijenata; 3) plasiranjem finansijskih instrumenata i pružanjem saveta u vezi sa njima i 4) ostalim uslugama koje nudi investiciono društvo. Ako investiciono društvo odluči da imenuje vezanog zastupnika, ostaje neograničeno i bezuslovno odgovorno za sve radnje ili propuste vezanog zastupnika koji deluje u ime investicionog društva. Investiciono društvo je obavezno da obezbedi da vezani zastupnik informiše u kakvoj ulozi deluje i koje investiciono društvo zastupa kada stupa u kontakt ili pre nego što započne poslovanje sa klijentom ili potencijalnim klijentom. Vezani zastupnici moraju biti registrovani u registru koji vodi i redovno ažurira Komisija. Vezani zastupnici će biti upisani u javni registar samo ukoliko Komisija utvrdi da imaju odgovarajuću reputaciju i ako imaju adekvatne kvalifikacije, odnosno poslovno i stručno znanje i iskustvo da mogu da ponude klijentu ili potencijalnom klijentu investicionu uslugu ili dodatnu uslugu i da im pruže sve relevantne informacije u vezi sa ponuđenom uslugom (ZTK, čl. 190, st. 3–8). Ovlašćena banka koja imenuje vezane zastupnike dužna je da Narodnu banku Srbije obavesti o imenovanju vezanih zastupnika, najkasnije u roku od sedam dana od dana imenovanja (ZTK, čl. 190).

4.2.3 Komisija

Komisija je delatnost u kome se jedna ugovorna strana – investiciono društvo (komisionar) obavezuje da u svoje ime, a za račun svog nalogodavca (komitenta), zaključi pravne poslove, a komitent se obavezuje da za to plati određenu naknadu (proviziju). Komisionar ima pravo na proviziju i ukoliko ona nije ugovorena (ZOO, čl. 771). Komisionar je saugovornik prema trećem licu, s obzirom na to da je posao zaključio u svoje ime. To znači da je investiciono društvo nosilac svih prava i obaveza u berzanskom poslu prema trećem licu, kao drugoj ugovornoj strani, a ne njegov klijent. Društvo kao komisionar zaključuje posao za račun

klijenta, što znači da se imovinske koristi iz posla sa trećim licem ne ostvaruju u njegovoj imovini, već u imovini klijenta. Stoga je investiciono društvo u obavezi da preda klijentu sve imovinske koristi (npr. ukoliko je hartije od vrednosti prodao na regulisanom tržištu, društvo je dužno da preda klijentu novac koji je naplatio od prodaje trećem licu). Dužnošću investicionog društva, kao člana berze, da nastupa kao komisionar, štite se ostali članovi berze (trgovci). Zaštita se ogleda u tome što je svakom trgovcu berze uvek saugovornik drugi član, s obzirom da su svi članovi berze, prema pravilima berze, dužni da poslove zaključuju međusobno samo u svoje ime i kad rade za račun svojih klijenata. Na taj način investiciona društva u međusobnoj trgovini isključuju rizik neizmirenja svojih tražbina zbog nevoljnosti ili nesposobnosti za ispunjenje obaveza njihovih klijenata (Jovanović, 2009: 341).

Ukoliko investiciono društvo, u nekom slučaju, ne ispuni ugovornu obavezu prema trećem licu, čak i komitentovom krivicom, treće lice kao poverilac, ima potraživanje samo prema društvu, kao svom saugovorniku, a ne i prema komitentu. Komisionar koji preuzme obavezu prema trećem licu iz svojih sredstava, ima pravo regresa od komitenta (Jovanović, 2009: 121). Komitent je obavezan da isplati investicionom društvu naknadu kad bude izvršen posao koji je društvo obavilo, čak i ukoliko izvršenje posla bude sprečeno nekim uzrokom za koji je odgovoran komitent. Ukoliko do izvršenja zaključenog posla ne dođe zbog uzroka za koji ne odgovaraju ni društvo ni komitent, društvo ima pravo na odgovarajuću naknadu za svoj trud. Investiciono društvo gubi pravo na naknadu ukoliko je nesavesno postupilo prema svom komitentu (ZOO, čl. 782). Pored toga, investiciono društvo odgovara za pričinjenu štetu komitentu, kada zaključi ugovor sa prezaduženim licem, a za prezaduženost je znalo ili je, prema svim prilikama, moralo znati (ZOO, čl. 774). Takođe, investiciono društvo ima pravo da zaključi ugovor direktno sa komitentom umesto sa trećim licem (npr. proda svoje hartije od vrednosti komitentu umesto trećem licu, ili ih kupi od komitenta). To može učiniti samo ukoliko se komitent sa tim saglasi, pod uslovom da su hartije od vrednosti kotirane u berzi, kao i da se kupoprodaja izvrši prema kursu u momentu izvršenja posla (Jovanović, 2009: 369).

4.2.4 Izvršenje naloga

Uprkos tome što su brokerski, odnosno nalogoprimački berzanski poslovi, manje rizični u poređenju sa dilerskim poslovima, investiciono društvo može ostvariti gubitke u svom poslovanju. Investiciono društvo se izlaže potencijalnom riziku u poslovanju, ako po zaključenju berzanskog posla ne naplati potraživanje od svog klijenta. Na primer, investiciono društvo može izvršenjem naloga da kupi klijentu hartije u berzi iz sopstvenih sredstava, ali da mu klijent ne da novac za plaćanje cene prodavcu. Ili, kada društvo prodaje svoje hartije za račun klijenta trećem licu, dok mu ih klijent ne plati. Od pomenutih rizika investiciono društvo se štiti predujmom (avansom) i zalogom. Uglavnom investiciona društva klijentima uslovljavaju prihvatanje naloga polaganjem odgovarajuće svote novca ili hartija od vrednosti, koje treba da budu predmet berzanskog posla (Jovanović, 2009: 343). U Srbiji, u trgovini hartijama od vrednosti, klijenti imaju obavezu predujmljivanja po samom zakonu. Društvo može da odbije izvršenje naloga za kupovinu hartija od vrednosti, ukoliko utvrdi da na novčanom računu klijenta nema dovoljno sredstava potrebnih za izmirenje obaveza nastalih po osnovu izvršenja tog naloga. Takođe, društvo može odbiti izvršenje prodajnog naloga, ukoliko utvrdi da klijent, kao prodavac, nema na računu dovoljno hartija od vrednosti potrebnih za izmirenje obaveza nastalih po osnovu izvršenja naloga (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 58).

Investiciono društvo ima zalogu na klijentovim stvarima, koje su mu u državini, kako bi obezbedio svoja potraživanja iz ugovora o nalogu (komision, zastupanje). U domaćem pravu, društvo ima zalogu po sili zakona, neovisno od toga da li je ugovorom o nalogu prihvatilo da za klijenta nastupa kao komisionar, posrednik ili zastupnik prema trećim licima (ZOO, čl. 786, 809 i 814). Predmet zaloge može biti klijentova stvar, novac ili potraživanje iz posla, koji je zaključen izvršenjem njegovog naloga. Ukoliko klijent ne ispuni obavezu prema društvu, to društvo ima pravo da stvar koju je primilo od klijenta u izvršavanju naloga, proda trećem licu i da namiri svoje potraživanje iz ostvarene cene, nakon odbijanja troškova prodaje. Ostatak cene, ukoliko ga ima, društvo je obavezno da preda klijentu (Jovanović, 2009: 344). Na taj način investiciono

društvo nastoji da spreči gubitak u svom poslovanju, time što će namiriti svoje potraživanje iz imovine klijenta.

Investiciono društvo ima obavezu da klijentu odmah, a najkasnije sledećeg radnog dana od dana prijema naloga, putem trajnog medija, dostavi obaveštenje o vremenu i mestu prijema naloga, izmene ili opoziva naloga, odnosno o prihvatanju ili odbijanju izvršenja naloga, uz navođenje razloga odbijanja izvršenja. Investiciono društvo će odbiti izvršenje prodajnog ili kupovnog naloga i tome, bez odlaganja, obavestiti Komisiju, ukoliko postoji osnovana sumnja da bi izvršenjem takvog naloga bile prekršene odredbe Zakona o tržištu kapitala, ili zakona kojim se uređuje sprečavanje pranja novca i finansiranje terorizma, odnosno bilo učinjeno delo kažnjivo po zakonu kao krivično delo, privredni prestup ili prekršaj (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 56 i 57).

4.2.5 Ustupanje naloga klijenta

Zakon o tržištu kapitala iz 2011. godine prvi put je uspostavio institut ustupanja klijenta, čime je ovo pravilo usaglašeno sa Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. godine.⁴⁰ Time se omogućava investicionom društvu, kojem je klijent dao nalog za kupoprodaju i koji je od klijenta uzeo potrebne podatke (npr. o iskustvu, investicionim ciljevima), da ustupi izvršenje datog naloga drugom investicionom društvu, umesto da ga lično izvrši (Jovanović, 2011: 279–280). To znači da društvo ima pravo da ustupi klijenta drugom investicionom društvu, čak i bez klijentove saglasnosti, pod uslovom da se klijentova naknada za posao ne povisi, odnosno ne prouzrokuju nepotrebni poslovni rizici investicionom društvu, značajno ne ugrozi kvalitet interne kontrole,

⁴⁰ Uprkos tome što je ovo pravilo usaglašeno sa MiFID I, ono bitno odstupa od pravila Zakona o obligacionim odnosima. Po ZOO, nalogoprimac je obavezan da posao obavi lično za nalogodavca, uz mogućnost da ga poveri drugom samo kada se nalogodavac saglasi ili, kada je na to prinuđen okolnostima slučaja (ZOO, čl. 153). U EU pravo investicionog društva na ustupanje naloga klijenta primarno je uvedeno s ciljem racionalizacije poslovanja investicionog društva u situacijama kada investiciono društvo u jednoj državi članici EU kojem je klijent dao nalog, taj isti nalog treba da izvrši u drugoj državi članici. U tom slučaju, društvo može da ustupi nalog klijenta investicionom društvu u drugoj državi članici, sa kojim poslovno sarađuje (Jovanović, 2011: 280).

niti onemogućiti nadzor Komisije nad ispunjavanjem svih obaveza investicionog društva (ZTK, čl. 185, st. 6). Investiciono društvo koje upućuje nalog drugom investicionom društvu, ostaje odgovorno za: 1) celovitost i tačnost prenesenih informacija, odnosno uputstava i 2) primerenost/prikladnost preporuke ili saveta datih klijentu. Investiciono društvo koje prima nalog o izvršenju usluge u ime klijenta može da prihvati i svaku preporuku u pogledu usluge ili transakcije koju je klijentu pružilo prvo investiciono društvo (ZTK, čl. 185, st. 3–5). Investiciono društvo kome je ustupljen nalog, odgovara klijentu umesto ustupioca, za nesavesno izvršenje naloga. S druge strane, investiciono društvo ustupilac može odgovarati za drugog (tj. za društvo kome je ustupljen nalog klijenta) jer je načinilo grešku u njegovom izboru, nadzoru ili davanju uputstva (Janković, 2017: 141).

4.3 POSLOVI UPRAVLJANJA HARTIJAMA OD VREDNOSTI I KREDITIRANJE KLIJENATA

Upravljanje hartijama od vrednosti (portfolio menadžment) jeste delatnost kojom investiciono društvo ostvaruje prava po osnovu klijentovih hartija od vrednosti prema izdavaocima (npr. naplata glavnice, kamate, dividende) ili raspoláže hartijama od vrednosti u prometu, kako bi im sačuvao i uvećao ukupnu vrednost (portfolio, portfelnj). Investiciono društvo to čini na osnovu zaključenog ugovora sa klijentom, kojim mu klijent poverava hartije od vrednosti na čuvanje i upravljanje (Jovanović, 2009: 122).⁴¹ Ukoliko ugovor o upravljanju hartijama od vrednosti nije izričito

⁴¹ Sastavni elementi ugovora o upravljanju portfelnjem koje investiciono društvo zaključiti sa svojim klijentom su: 1) ovlašćenje klijenta da društvo može da upravlja, odnosno kupuje i prodaje hartije od vrednosti za račun klijenta, bez njegove saglasnosti, kao i da naplaćuje naknade i provizije za pružanje usluga upravljanja portfelnjom; 2) iznos novčanih sredstava, kao i vrstu i količinu hartija od vrednosti koje klijent ustupa na raspolaganje društvu; 3) opis investicione politike koju je društvo obavezno da sprovodi (npr. najveći dozvoljeni iznos ulaganja u hartije od vrednosti jednog izdavaoca, okolnosti bitne za određivanje rizika ulaganja); 4) druga ograničenja diskrecionih prava data društvu; 5) iznos naknada i provizija i osnovica za obračun i naplatu istih; 6) pravo klijenta da u svakom trenutku može opozvati ugovor pod uslovom da su ispunjene preostale obaveze klijenta i društva (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 35).

zaključen, pretpostavlja se da je investiciono društvo ovlašćeno samo na čuvanje hartija od vrednosti i u tom slučaju nema prava raspolaganja hartijama od vrednosti. Investiciono društvo je tada čuvar i sme da otvori poseban račun hartija od vrednosti za klijenta kod Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti, da vodi evidenciju stanja hartija od vrednosti na računu, da naplaćuje po osnovu njih prihode od emitenata, da povećava i smanjuje salda hartija od vrednosti na računu. Hartije od vrednosti na računima klijenata ne ulaze u imovinu investicionog društva, niti u njegovu likvidacionu ili stečajnu masu u slučaju njegovog prestanka (Jovanović, 2009: 123).

Pri pružanju usluga upravljanja portfeljem, investiciono društvo je u obavezi da prikupi sve potrebne informacije o znanju i iskustvu klijenta ili potencijalnog klijenta o investicionoj oblasti, finansijskoj situaciji i investicionim ciljevima klijenta koji su bitni za određenu vrstu finansijskog instrumenta ili usluge, kako bi bilo u mogućnosti da klijentu ili potencijalnom klijentu preporučí odgovarajuću investicionu uslugu ili hartiju od vrednosti (Montiljo Mihajlović, 2013: 156). Za utvrđivanje investicionih ciljeva klijenta, društvo može tražiti od njih informacije koje se odnose na: željeno trajanje ulaganja, spremnost za preuzimanje rizika, profil rizika za klijenta, odnosno potencijalnog klijenta, svrhu ulaganja, njihovo znanje i iskustvo na području investiranja u određene vrste hartija od vrednosti, odnosno znanje i iskustvo koji su neophodni za razumevanje rizika u vezi sa upravljanjem njihovim portfeljem. Kako bi utvrdilo sposobnost klijenta da finansijski podnese rizike investiranja, društvo može tražiti od klijenta informacije koje se odnose na: izvor i visinu njegovih redovnih prihoda, njegovu imovinu, uključujući i podatke o likvidnim sredstvima, ulaganjima, nekretninama, njegovim redovnim finansijskim obavezama. Ukoliko ne prikupi dovoljno podataka, investiciono društvo je dužno da upozori klijenta da mu neće pružiti usluge upravljanja portfeljem (ZTK, čl. 180). Na taj način se investiciono društvo štiti od potencijalne izloženosti riziku gubitka u upravljanju portfeljem klijenta, ukoliko ustanovi da klijent nema dovoljno novčanih sredstava za određena ulaganja.

Pozajmljivanje (kreditiranje) hartija od vrednosti jeste delatnost u kojoj investiciono društvo pozajmljuje hartije drugim klijentima na tržištu, uz pravo naplate usluge pozajmljivanja u

skladu sa pravilnikom o tarifi. Investiciono društvo može pozajmljivati hartije od vrednosti drugom klijentu, drugom investicionom društvu ili ovlašćenoj banci članu Centralnog registra ukoliko je investiciono društvo zakoniti imalac tih hartija ili je zakoniti imalac hartija klijent sa kojim društvo ima zaključen ugovor o upravljanju ili vođenju računa hartija od vrednosti, pod uslovom da sa tim klijentom zaključi ugovor o pozajmljivanju ili ga je klijent na to ovlastio pisanim ovlašćenjem. Investiciono društvo mora biti oprezno pri pružanju usluge pozajmljivanja, s obzirom da se može izložiti kreditnom riziku, ukoliko druga strana nije u mogućnosti da izvrši prestaciju (Sovilj, 2017: 97).

Osim pozajmljivanja hartija od vrednosti, brokersko-dilersko društvo može pozajmljivati novac samo povremeno, pod uslovom da mu kreditiranje ne postane redovna delatnost, s obzirom na to da je ona rezervisana samo za banke. Novčano kreditiranje postoji kada se društvo klijentu, koji je ročno kupio hartije od vrednosti za koje je društvu položio samo deo kupovne cene, obaveže da pokrije nedostajući deo cene iz svojih sredstava o dospelosti kupovine, zadržavajući za sebe zalogu na kupljenim hartijama od vrednosti. Ukoliko klijent ne otplati zajam o roku, društvo će prodati onoliko založenih hartija koliko mu je potrebno da bi povratio zajam i na taj način izbegao rizik neizmirenja ostatka cene od klijenta (Jovanović, 2009: 123–124).

Komisija za hartije od vrednosti regulisala je samo pozajmljivanje hartija od vrednosti, propisujući da ispunjenje obaveze zajmoprimca (klijenta) mora biti obezbeđeno davanjem zaloge investicionom društvu. Ukoliko klijent ne izmiri svoju obavezu o dospelosti nastalu iz ugovora o pozajmljivanju, društvo može odrediti vrednost svog potraživanja u odnosu na vrednost hartija od vrednosti koju su oni imali na dan zaključenja tog ugovora ili na dan ispunjenja obaveze klijenta i prodati predmet zaloge (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 36). Hartije od vrednosti na kojima je konstituisano pravo zaloge tj. čiji je pravi promet ograničen, ne mogu biti predmet ugovora o zajmu.⁴²

⁴² Domaće pravo ne dozvoljava investicionim društvima da obavljaju poslove novčanog kreditiranja svojih klijenata u trgovini finansijskim instrumentima, za razliku od prava SAD koje to dozvoljava, uprkos činjenici da je ovakav način kreditiranja klijenata doveo do kraha Njujorške berze 1929. godine. Kako je vladalo veliko

Investiciono društvo koje pruža usluge upravljanja portfeljem mora imati najmanje jedno zaposleno lice sa dozvolom Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje tih poslova. Izuzetno, investiciono društvo koje pruža usluge i investicionog savetovanja i upravljanja portfeljem može angažovati jedno lice koje ima dozvolu za obavljanje poslova investicionog savetnika i portfolio menadžera (Pravilnik o organizacionim uslovima za pružanje investicionih usluga, obavljanje investicionih aktivnosti i dodatnih usluga i upravljanje rizicima, čl. 14).

Osim pravnim licima, tj. investicionim društvima, Zakon je omogućio i fizičkim licima da obavljaju delatnost portfolio menadžera. Komisija za hartije od vrednosti izdaće dozvolu fizičkom licu za obavljanje poslova portfolio menadžera, ukoliko lice ima položen ispit za sticanje zvanja i ne podleže primeni pravnih posledica osude. Fizičko lice koje namerava da obavlja poslove portfolio menadžera mora da ima najmanje tri godine radnog iskustva sa visokom stručnom spremom na poslovima s hartijama od vrednosti (ZTK, čl. 184).

4.4 DILERSKI (KUPOPRODAJNI) POSLOVI

Dilerski poslovi jesu delatnost u kojoj investiciono društvo kupuje i prodaje hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun u cilju ostvarivanja dobiti u visini razlike između kupovne i prodajne cene hartija od vrednosti (Jovanović, 2009: 118). S obzirom na to da su dilerski poslovi rizičniji naspram brokerskih (nalogoprimačkih) poslova, za društva su predviđena stroža pravila u obavljanju ovih delatnosti. Pre svega, to se odnosi na visinu minimalnog kapitala koji je potreban investicionim društvima za obavljanje dilerskih poslova, imajući u vidu da se društvo češće izlaže rizicima u poslovanju.

interesovanje za ulaganje, klijenti (investitori) su plaćali samo deo cene određene hartije od vrednosti, dok bi za plaćanje ostatka cene hartija od vrednosti uzimali kredit od brokersko-dilerskih društava i banaka (*margin trading*), zalažući kupljene hartije kao garanciju. Ukoliko bi cene hartija od vrednosti porasle, investitori bi ih prodali i vratili kredit sa kamatom dok, ukoliko bi cene pale, investitori bi odustajali od kupovine, ostavljajući hartije banci odnosno brokersko-dilerskom društvu da njihovom prodajom namire dug. Ovakve špekulacije dovele su do pucanja berzanskog mehura. Gotovo svi učesnici na finansijskom tržištu su bankrotirali, uključujući profesionalne trgovce hartijama od vrednosti i stručnjake (Janjušević, 2011: 11).

Tako se društvo izlaže rizicima u preprodaji, kada kao prodavac prodaje hartije od vrednosti na početak, dok ne naplati punu cenu. Isto tako, rizik postoji i kada društvo kupuje hartije od vrednosti proporcionalno, tj. plati cenu dok ne dobije hartije od vrednosti.

Osnovni prinos dilerske delatnosti formiran je iz poslova sa sopstvenim hartijama od vrednosti. U pitanju je kapitalni dobitak, ostvaren na osnovu razlike u ceni po kojoj kupuju ili prodaju hartije od vrednosti. Međutim, postoji problem sukoba interesa između dilera i njegovih klijenata, jer diler može iskoristiti povoljnu situaciju na tržištu, pa prvo realizovati svoje poslove, pa tek onda klijentove, iako pravila nalažu da postupa u najboljem interesu klijenata (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 91).

Tržišni snabdevač ili održavalac tržišta (*market maker*) je investiciono društvo koje je stalno prisutno na finansijskim tržištima i trguje za sopstveni račun kupovinom i prodajom finansijskih instrumenata koristeći sopstvenu imovinu po cenama koje samo odredi, u okvirima koje svojim aktima utvrdi organizator tržišta (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 11). Market mejker ima ulogu kreatora tržišta, imajući u vidu da se njegova delatnost odnosi na snabdevanje tržišta nedostajućim hartijama od vrednosti, kada im je cena u porastu, odnosno nedostajućom količinom novca, kada je cena hartija od vrednosti određenog izdavaoca u padu. Na taj način tržišni snabdevači uspostavljaju trgovinu hartijama od vrednosti, ukoliko dođe do njenog zastoja, zbog nepodudaranja niske kupovne cene koju nude kupci i visoke prodajne cene koju traže prodavci određene hartije od vrednosti (Jovanović, 2009: 119). Market mejkeri su obavezni da kupuju hartije od vrednosti po višim kursovima odnosno, da ih prodaju po nižim kursovima od tekućih u berzi do određene ukupne sume, ugovorene sa berzom. Da nema ograničenja na određenu sumu, tržišni snabdevači bi, u slučaju velikog i trajnijeg pada, odnosno porasta kursa hartija od vrednosti onih izdavalaca za koje su zaduženi, mogli pretrpeti ogromne gubitke u svom poslovanju, koji bi ih odveli u stečaj (Jovanović, 2009: 119).

Uprkos tome što tržišni snabdevači omogućuju nesmetano odvijanje trgovine i obezbeđuju bolju informisanost o cenama za sve učesnike na tržištu, oni se susreću sa postojanjem nekoliko vrsta rizika. To je rizik budućeg kretanja cene; rizik koji potiče iz verovatnoće da market mejkeri mogu poslovati sa nekim ko je

bolje obavešten od njih i rizik vezan za neizvesnost trajanja intervala koje je tržišnom snabdevaču potrebno da izađe iz svoje pozicije, što zavisi od odnosa prodajnih i kupovnih naloga koji pristižu na tržište (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 92).

Preuzimajući ulogu market mejkera, trgovac hartijama od vrednosti stiče niz prednosti, ali i obaveza. Glavna prednost je informaciona, s obzirom na to da tržišni snabdevač stiče uvid u naloge drugih učesnika na tržištu, dok mu je osnovna obaveza izvršavanje svakog zadatog naloga, kao i stabilizacija tržišta kapitala (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 91).

4.5 POKROVITELJSTVO

Pokrovitelj emisije (*underwriter*) je investiciono društvo koje se obavezuje emitentu da, uz odgovarajuću naknadu (proviziju), nastoji da u emisiji proda hartije od vrednosti ulagačima, kao i da otkupi one hartije od vrednosti, koje ulagači ne budu kupili o upisnom roku. Ovo je tzv. uže, odnosno englesko shvatanje, koje poistovećuje pokrovitelja sa otkupljivačem emisije, s obzirom na to da vodi računa samo o njegovom odnosu prema emitentu (Morse, 1987: 170). Prema širem shvatanju, pokroviteljem emisije smatra se investiciono društvo koje se obavezalo emitentu da će nastojati da proda hartije od vrednosti u emisiji trećim licima, ali bez obaveze otkupa. Domaće pravo ovo društvo smatra agentom emisije (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 6).⁴³

Sušтина pokroviteljstva je u prenošenju rizika neuspele emisije sa emitenta na pokrovitelja. Time izdavalac izbegava rizik neuspele emisije, ukoliko pokrovitelj otkupi sve hartije od vrednosti, koje ne budu prodate investitorima. Čak i kada se pokrovitelj obaveže samo na prodaju emitovanih hartija od vrednosti ulagačima, bez obaveze otkupa neprodatih, emitent značajno smanjuje sopstveni rizik iz razloga što je pokrovitelj stručno lice koje je

⁴³ Američko pravo naričito široko shvata pokrovitelja. Tako je Zakon o hartijama od vrednosti (*Securities Act*) iz 1933. godine definisao pokrovitelja kao: 1) lice koje stiče hartije od vrednosti od emitenta u nameri dalje distribucije; 2) lice koje direktno ili indirektno učestvuje u ponudi, prodaji ili procesu organizovanja distribucije hartija od vrednosti; 3) lice koje prodaje hartije od vrednosti vlasnika većinskih paketa hartija od vrednosti istog izdavaoca (Mališić, 2005: 112).

upoznato sa situacijom na tržištu kapitala (Steinberg, 1996: 106). Međutim, investiciona društva kao pokrovitelji emisije nose rizik plasmana emisije, te, ukoliko dođe do promena tržišnih uslova u kratkom intervalu od otkupa emisije do njene realizacije na tržištu, pokrovitelj se može naći u nepovoljnoj situaciji. Nepovoljnost se ogleda u tome što je društvo kao pokrovitelj emisije garantovalo izdavaocu otkup emisije po ugovorenoj ceni, te je prisutan rizik promene cena na sekundarnom tržištu, ukoliko se hartije od vrednosti prethodno ne prodaju na primarnom tržištu. Investiciono društvo može eliminisati ili umanjiti rizik promene cena, ako pronađe dovoljan broj ulagača i emisiju rasproda na primarnom tržištu (Vićentijević, 2007: 107).

Kako bi procenio isplativost preuzimanja emisije i time smanjio izloženost riziku, investiciono društvo pre preuzimanja emisije, preduzima niz neophodnih radnji na tržištu. Te radnje su ispitivanje tržišta, planiranje emisije, izrada prospekta, objavljivanje oglasa o emisiji, pribavljanje dozvole od Komisije za hartije od vrednosti, organizovanje trgovaca, banaka i posrednika u prodajnu mrežu, utvrđivanje rezultata emisije. Pokrovitelj ima pravo na naknadu od emitenta, uprkos tome što zarađuje i na marži od kupaca hartija od vrednosti, s obzirom na to da ih prethodno emitentima plati po nižoj ceni, a zatim prodaje po višoj ceni ulagačima (Jovanović, 2009: 459). Ostvarena razlika između cene po kojoj investiciono društvo prodaje hartije od vrednosti ulagačima i cene koju plaća izdavaocu prilikom otkupa emisije, predstavlja naknadu društvu za preuzeti rizik plasmana emisije.

Odnos investicionog društva i emitenta regulisan je ugovorom o pokroviteljstvu koji sadrži: 1) obavezu društva (pokrovitelja) da otkupi celu ili samo deo emisije hartija od vrednosti do isteka roka za upis i uplatu; 2) odgovornost ugovornih strana u vezi sa izdavanjem hartija od vrednosti, emisionu cenu, kamatnu stopu; 3) potencijalnu obavezu emitenta da u određenom periodu nakon otpočinjanja primarne prodaje ne vrši izdavanje ili prodaju hartija od vrednosti iste vrste; 4) odredbe o naknadama i provizijama.⁴⁴

⁴⁴ U engleskom pravu, ugovor o pokroviteljstvu može biti zaključen i bez potpisa pokrovitelja. Drugi način zaključenja ugovora jeste slanje ponude od strane pokrovitelja u vidu pisma emitentu i obaveštenja o prihvatanju ponude učinjene od strane emitenta (Morse, 1987: 171).

Ukoliko u organizovanju emisije hartija od vrednosti sa obavezom otkupa, učestvuje više investicionih društava na strani pokrovitelja, društva su obavezna da zakluče poseban ugovor kojim uređuju međusobna prava i obaveze i određuju jedno investiciono društvo kao glavnog organizatora distribucije, koji potpisuje ugovor sa emitentom (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 33).

Ustaljena praksa na tržištu kapitala je da više investicionih društava učestvuje u preuzimanju velikih javnih emisija hartija od vrednosti, budući da pojedinačno investiciono društvo nije u stanju da preuzme rizik neuspeha emisije. U tom slučaju, emisiju po pravilu organizuje jedno investiciono društvo koje preuzima rukovodeću ulogu, angažujući dodatne dve grupe trgovaca. Prva grupa predstavlja sindikat pokrovitelja, koju vodi glavni pokrovitelj i koji ugovara preuzimanje sa emitentom. Druga grupa je dilerska i nju sačinjava veći broj trgovaca preprodavaca, čija se uloga ogleda u pokrivanju što veće teritorije kako bi se ulagačima što jednostavnije i efikasnije prodale sve ponuđene hartije od vrednosti (Jovanović, 2009: 461). U uporednom zakonodavstvu postoje dva načina formiranja sindikata pokrovitelja. Prema američkom modelu preuzimanja, pokrovitelji prvo zaključuju ugovor o osnivanju sindikata, delegirajući rukovodećeg u određenoj emisiji, a zatim, rukovodilac u njihovo ime (kao njihov zastupnik) zaključuje ugovor o preuzimanju sa emitentom. Nasuprot tome, prema engleskom modelu emitent prvo zaključuje ugovor o preuzimanju emisije sa glavnim pokroviteljem, nakon čega glavni pokrovitelj zaključuje ugovore o potpreuzimanju sa svakim članom grupe (Steinberg, 1996: 107). Za razliku od američkog sistema preuzimanja gde su svi pokrovitelji solidarno odgovorni emitentu za izvršenje obaveze iz ugovora o preuzimanju, po engleskom sistemu, emitentu je jedino odgovoran glavni pokrovitelj, s obzirom na to da je samo on druga ugovorna strana ugovora o preuzimanju, dok su potpokrovitelji odgovorni glavnom pokrovitelju (Morse, 1987: 171).

Kako je pokroviteljstvo rizična delatnost, ekonomski je moguće da je obavlja samo imućno lice, koje je finansijski stabilno, a ujedno i stručno. Stoga, pokrovitelj može biti samo ono investiciono društvo, koje je registrovano za obavljanje poslova pokroviteljstva, nakon što je prethodno ispunilo zakonom propisane uslove u

pogledu kapitala, stručnosti i pouzdanosti velikih akcionara (Jovanović, 2009: 461). Srpsko pravo dopušta brokersko-dilerskom društvu i ovlašćenoj banci da obavljaju poslove preuzimanja emisije.

Ovlašćena banka koja je pokrovitelj emisije mora voditi računa da ulaganje u jedno lice koje nije lice u finansijskom sektoru ne sme preći 10% kapitala banke, dok ukupna ulaganja u lica koja nisu lica u finansijskom sektoru ne sme preći 60% kapitala banke. Prisustvo rizika i pomenuta zakonska ograničenja utiču da ovlašćena banka kao pokrovitelj emisije ne sme sama garantovati emisiju. Time bi preuzela ceo rizik emitovanja hartija od vrednosti, zbog toga mora da smanji rizik osnivanjem grupe ovlašćenih banaka i brokera koji učestvuju u prodaji emisije. Nedovoljnoj razvijenosti ovog posla doprinose postojeća zakonska ograničenja u pogledu ulaganja sredstava ovlašćene banke u skladu sa zakonskom obavezom upravljanja rizicima (Vićentijević, 2007: 106–108).

Pokrovitelj emisije može odgovarati za pričinjenu štetu kako emitentu, tako i investitorima. Prema emitentu, pokrovitelj odgovara za neispunjenje, odnosno neuredno ispunjenje preuzetih obaveza iz ugovora o pokroviteljstvu. Pokrovitelj, takođe, može odgovarati za štetu i svakom ulagaču, kome je prodao hartije od vrednosti, pod uslovom da je znao ili je morao znati, zbog prirode posla, za mane prospekta (Jovanović, 2001: 70). Zakon iz 2011. predvideo je objektivnu odgovornost za pokrovitelja i agenta emisije usled mana prospekta (pogrešni, netačni podaci, podaci koji dovode u zabludu, izostavljanje važnih činjenica) za štetu koju pretrpe ulagači (ZTK 2011, čl. 19, st. 1).

4.6 UPRAVLJANJE ALTERNATIVNIM SREDSTVIMA TRGOVINE

Alternativni sistemi trgovine hartijama od vrednosti prvi put su se pojavili na tržištu SAD početkom 1990-ih godina. Vremenom su se proširili u Evropi i drugim delovima sveta (Australija, Daleki istok). Sa pojavom prvih kompjutera u trgovini hartijama od vrednosti, pojedina investiciona društva, a naročito investicione banke su počeli da uspostavljaju mreže elektronske komunikacije između većeg broja korisnika (klijenata), koji su na njih

bili priključeni. Time su omogućili širok asortiman usluga svojim klijentima, uključujući i usluge u trgovini izvan berzi hartijama od vrednosti kotiranim u berzama (Jovanović, 2011: 248). Između ostalog, investiciono društvo koje je upravljalo sredstvom, moglo je da pomoću njega posreduje u trgovini između svojih klijenata u zaključivanju poslova izvan berze (povezivanje klijenata, *internalising*). Takođe, društvo je moglo da zastupa svoje klijente prema drugim učesnicima tržišta u kupoprodajnim poslovima, ili da ih za njih komisiono nastupa. Pojedina društva su omogućila svojim klijentima usluge kliringa i saldiranja, približavajući se time klirinškim (obračunskim) kućama (Jovanović, 2011: 248).

Imajući u vidu da je upravitelj alternativnih sistema trgovine u poslovanju nastupao u različitim svojstvima prema klijentima, bilo kao investiciono društvo (broker, diler), bilo kao organizator tržišta, otvorile su brojne prilike za zloupotrebu pozicije na štetu klijenata, a posebno neukih ulagača. U teoriji i praksi se povel rasprava o pravnoj prirodi, odnosno da li je investiciono društvo ili nova vrsta organizovanog tržišta (pored berze). Stoga je bilo potrebno odrediti mu pravnu prirodu, odnosno klasifikovati alternativne sisteme trgovine ili kao investicione usluge koje pružaju investiciona društva, ili kao organizovano tržište (Moloney, 2014: 462).

SAD su prve pristupile regulisanju položaja alternativnih sistema trgovine donošenjem posebnih pravila.⁴⁵ Pravni režim alternativnih sistema trgovine na nivou EU uspostavljen je Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. godine. Prilikom određivanja prirode alternativnih sistema trgovine u EU pošlo se od načina na koji obavljaju delatnost. Harmonizujući domaće pravo hartija od vrednosti sa evropskim, zakonodavac je predvideo postojanje alternativnih sistema trgovine ZTK iz 2011. godine, čime je

⁴⁵ Komisija za hartije od vrednosti i berze usvojila je prvi set pravila 1997. godine, kako bi se sprečile brojne zloupotrebe na tržištu. Naime, Komisija je ustanovila da alternativni sistemi trgovine, kojima su upravljali market mejkeri, primenjivali poslovne tehnike manipulacije, kojim su suzbijali tržišnu utakmicu i uskraćivali slobodu izbora svojim klijentima, veštački održavajući kurseve nižim ili višim od realnih, kako bi zaradili na razlici cena. Takođe, Komisija je priznala pravo izbora upravitelja alternativnih sistema trgovine da se registruju kod Komisije ili kao investiciona društva, ili kao berze. Takođe, Komisiji je ostavljeno pravo da zahteva od upravitelja koji su se registrovali kao investiciona društva, da se preregistruju u berze, ukoliko njihov obim trgovine pređe propisani prag i ako je to u javnom interesu (Jovanović, 2011: 249–250).

proširen delokrug poslova investicionih društava. Pored već tradicionalnih nalagoprimačkih i kupoprodajnih poslova, investicionim društvima je omogućeno da upravljaju multilateralnom trgovačkom platformom i sistematskim posrednikom. Primarni cilj je da se uspostavljanjem alternativnih sistema trgovine omogući tržišna utakmica i da se investiciona društva kao profesionalni trgovci hartijama od vrednosti nateraju da izvršavaju naloge svojih klijenata (ulagača) na najpovoljniji način. U međuvremenu, usvajanjem Direktive o tržištima finansijskih instrumenata 2014. godine, kao i Zakona o tržištu kapitala 2021. godine, predviđeno je dodatno sredstvo trgovine – organizovana trgovačka platforma, čime je omogućena trgovina dužničkih hartija od vrednosti (ZTK, čl. 173 i 175; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 18 i 20).

4.6.1 Upravljanje multilateralnom trgovačkom platformom

Multilateralna trgovačka platforma (*multilateral trading facilities*) prvi put je regulisana Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata 2004. godine, čime su se stvorili osnovi za postojanje više paralelnih tržišnih platformi (sredstava). Po uzoru na MiFID I, Zakon o tržištu kapitala iz 2011. godine uredio je multilateralnu trgovačku platformu. Novi Zakon o tržištu kapitala iz 2021. godine definiše multilateralnu trgovačku platformu kao višestrani sistem kojim upravlja investiciono društvo ili organizator tržišta i koji unutar sistema i u skladu sa obavezujućim pravilima povezuje ponude za kupovinu i ponude za prodaju finansijskih instrumenata više zainteresovanih trećih lica na način koji dovodi do zaključenja ugovora u skladu sa ovim zakonom (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 26). Kako je MTP obična stvar (objekt prava) s obzirom na to da se sastoji od opreme (npr. kompjuteri i kablovi) i elektronske mreže komunikacije, koja omogućava velikom broju investicionih društava da između sebe obavljaju kupoprodaju hartija od vrednosti izvan berze, neophodno je da ima organizatora (pravni subjekt) koji će njome upravljati i održavati je (Jovanović, 2011: 251). Zakon je predvideo mogućnost da pored berze, multilateralnu trgovačku platformu može organizovati i upravljati njome investiciono društvo, koje je prethodno registrovano i dobilo dozvolu nadležnog organa na tržištu kapitala.

Za razliku od berze, investiciono društvo koje upravlja MTP nije u obavezi da svakodnevno organizuje trgovinu hartijama od vrednosti, niti da objavljuje izveštaje o izvršenim transakcijama. Takođe, investiciono društvo koje upravlja MTP nije dužno da organizuje javno nadmetanje, niti da utvrđuje kurseve. Međutim, društvo je obavezno da ima pravila o trgovini koja omogućavaju ravnopravnost svih njenih učesnika. Internim pravilima društvo je obavezno da definiše kriterijume za određivanje hartija od vrednosti čiju trgovinu organizuje (Jovanović, 2011: 251–252).

Uglavnom MTP posluje prema pravilima koja važe za investiciona društva, osim ukoliko je organizator MTP berza. U tom slučaju ne postoji obaveza pribavljanja posebne dozvole od nadležnog regulatornog organa, budući da se ispunjavanjem zakonom propisanih uslova za berzu (regulisano tržište) ispunjavaju uslovi i za MTP, s obzirom na to da su uslovi za osnivanje i upravljanje regulisanim tržištem stroži. S druge strane, ukoliko investiciono društvo organizuje, upravlja i održava MTP, mora da ishoduje posebnu dozvolu za rad od nadležnog regulatornog organa (Jovanović, 2011: 252). Da bi nadležni regulatorni organ, u Srbiji Komisija za hartije od vrednosti, izdala dozvolu, investiciono društvo mora da ispuni opšte i posebne uslove za upravljanje MTP. Za razliku od pređašnjeg Zakona o tržištu kapitala, Zakon iz 2021. godine je izričito zabranio ovlašćenim bankama obavljanje poslova organizatora MTP i organizatora OTP (ZTK, čl. 228, st. 3).⁴⁶

Ukoliko investiciono društvo upravlja MTP, njegov osnovni kapital mora iznositi 730.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, što je neznatno manje u odnosu na nekadašnjeg organizatora vanberzanskog tržišta, čiji je osnovni kapital iznosio 750.000 evra u dinarskoj protivvrednosti. Ukoliko je organizator MTP ujedno i organizator regulisanog tržišta (tj. berza), minimalni kapital ne može biti manji od 1.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti. Osnovni kapital mora u potpunosti biti uplaćen u novcu, a akcije se ne mogu izdati pre nego što se uplati pun iznos (Sovilj, 2011: 343).

⁴⁶ Ovo je novina u odnosu na pređašnji Zakon o tržištu kapitala, koji je ostao nedorečen u predmetnom pitanju, s obzirom na nepreciznost i protivrečnost zakonskih odredbi. U tom slučaju, Komisija za hartije od vrednosti je svojim pravilnikom zabranila ovlašćenim bankama da obavljaju poslove organizatora MTP (Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, čl. 15, st. 2).

Investiciono društvo koje upravlja MTP uz ispunjavanje organizacionih uslova propisanih ZTK (čl. 166–171) dužno je da ispuni sledeće opšte uslove: 1) ustanovi transparentna pravila i postupke za pošteno i pravilno trgovanje i da ustanovi objektivne kriterijume za efikasno izvršenje naloga; 2) poseduje mere za dobro upravljanje tehničkim poslovanjem sistema, uključujući uspostavljanje delotvornih mera za slučajeve nepredviđenih okolnosti, u cilju savladavanja rizika od poremećaja rada sistema; 3) dužno je da ustanovi transparentna pravila u pogledu kriterijuma za utvrđivanje kojim finansijskim instrumentima se može trgovati unutar njegovih sistema; 4) kada je potrebno pruži ili se uveri da javnost raspolaže sa dovoljno informacija kako bi se omogućilo njegovim korisnicima da donesu odluku o ulaganju, uzimajući u obzir prirodu korisnika i vrstu instrumenata kojima se trguje; 5) uspostavi, objavi, održava i primenjuje transparentna i nediskriminatorna pravila, zasnovana na objektivnim kriterijumima koja se primenjuju na pristup njegovim sistemima; 6) dužno je da ima mehanizme za jasno prepoznavanje i upravljanje eventualnim štetnim posledicama koje sukob interesa između MTP-a, OTP-a, njihovih vlasnika ili investicionog društva ili organizatora tržišta koji upravlja MTP-om ili OTP-om, može imati na rad i dobro funkcionisanje MTP-a ili OTP-a ili na njihove članove ili učesnike i korisnike; 7) dužno je da obezbedi otpornost sistema, kao i sistema za prekid trgovanja i elektronsko trgovanje, te vrednost minimalnog cenovnog inkrementa (*tick size*) i da uspostavi za to neophodne efikasne sisteme, postupke i mehanizme; 8) jasno obavestava članove ili učesnike tih sistema o njihovim odgovornostima za saldiranje transakcija izvršenih u okviru tih sistema; 9) dužno je da uspostavi sve potrebne mehanizme koji omogućavaju efikasno saldiranje transakcija zaključenih u okviru MTP-a ili OTP-a. MTP-ovi i OTP-ovi dužni su da imaju najmanje tri značajno aktivna člana ili korisnika, pri čemu svako od njih može učestvovati sa svima ostalima u formiranju cena (ZTK, čl. 173, st. 1 i 2; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 18).

Pored opštih uslova, investiciono društvo koja upravlja MTP je dužno da ispuni i posebne uslove: 1) bude adekvatno opremljeno kako bi upravljalo rizicima kojima je izloženo, sprovedilo odgovarajuće mere i sisteme za prepoznavanje svih značajnih rizika po svoje poslovanje, kao i da uspostavi delotvorne mere u

cilju umanjenja tih rizika; 2) poseduje delotvorne sisteme kojima se olakšava efikasno i blagovremeno zaključenje transakcija koje se izvršavaju u okviru tih sistema; i 3) raspolaže sa dovoljno sredstava, u vreme izdavanja dozvole i neprekidno tokom poslovanja, koja omogućavaju njegovo pravilno funkcionisanje, uzimajući u obzir prirodu i obim transakcija koje se zaključuju na tržištu, kao i obim i stepen rizika kojima je izložen. Nadalje, investiciono društvo koje upravlja MTP-om ne sme izvršavati naloge klijenata na teret sopstvenog kapitala, niti trgovati za svoj račun istovremenom kupovinom i prodajom (uparivanje naloga) (ZTK, čl. 174, st. 3 i 6; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 19). Time je zapravo onemogućena dosadašnja praksa, koja je pružala mogućnost investicionom društvu koje upravlja MTP da kupuje i/ili prodaje hartije od vrednosti čiju je trgovinu organizovao (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 14, st. 3). Na taj način sprečava se sukob interesa investicionog društva i klijenata, kako bi se obezbedila njegova nepristrasnost u obavljanju delatnosti. Time se prvenstveno bolje štite maloprodajni ulagači od mogućih zloupotreba.

4.6.2 Upravljanje organizovanom trgovačkom platformom

Organizovana trgovačka platforma (*organized trading facilities*) prvi put je regulisana Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata 2014. godine. Pored već postojećih – regulisano tržište (berza) i multilateralna trgovačka platforma, MiFID II uvodi organizovanu trgovačku platformu i preciznije definiše OTC tržišta, ističući da je reč o vanberzanskom tržištu. Kako bi se povećala transparentnost i delotvornost tržišta kapitala EU, te harmonizovao prostor delovanja različitih mesta koja nude višestranе usluge trgovanja, bilo je neophodno uvesti novu kategoriju mesta trgovanja – organizovanu trgovačku platformu, namenjenu isključivo za promet dužničkih finansijskih instrumenata (Regulation (EU) No 600/2014, paragraf 8). Osnovni zadatak novouspostavljenog režima pod MiFID II/MiFIR je uvođenje zajedničkog regulatornog okvira tržišta kapitala, s ciljem promovisanja tržišne konkurencije i bolje zaštite investitora (Vičić, 2022: 131). Po uzoru na MiFID II,

Zakon o tržištu kapitala iz 2021. godine uredio je organizovanu trgovačku platformu. Zakon definiše organizovanu trgovačku platformu kao alternativni višestrani sistem trgovine koji nije regulisano tržište (berza) ili multilateralna trgovačka platforma, a u okviru kojeg se povezuju ponude za kupovinu i ponude za prodaju obveznica, strukturiranih finansijskih proizvoda, emisionih jedinica ili izvedenih finansijskih instrumenata (derivata) zainteresovanih trećih lica, na način koji dovodi do zaključenja ugovora (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 27). Za razliku od MTP-a i regulisanog tržišta, na OTP-u ne može se organizovati trgovanje vlasničkim hartijama od vrednosti (Moloney, 2014: 464).

OTP uglavnom podleže pravilima koja se primenjuju na MTP i regulisana tržišta. Međutim, dok regulisana tržišta i MTP imaju nediskreciona pravila za izvršenje transakcija, investiciono društvo koje upravlja OTP bi trebalo da izvrši nalog na diskrecionoj osnovi u zavisnosti od zahteva za transparentnošću pre trgovanja i obavezama najpovoljnijeg izvršavanja naloga. Prema tome, pravila poslovnog ponašanja i obaveza najpovoljnijeg izvršenja i postupanja s nalogom klijenta (ulagača) trebalo bi se primenjivati na transakcije zaključene na OTP-u kojom upravlja investiciono društvo (Regulation (EU) No 600/2014, paragraf 9). Investiciono društvo koje upravlja OTP-om može koristiti diskreciono pravo u sledećim slučajevima: 1) prilikom odlučivanja o ispostavljanju ili povlačenju naloga na OTP-u kojim upravlja; i/ili 2) kada odluči da ne povezuje određeni nalog klijenta sa drugim nalogima koji su u datom trenutku dostupni u sistemima, pod uslovom da poštuje konkretna uputstva dobijena od klijenta i obaveze o izvršenju naloga pod najpovoljnijim uslovima (ZTK, čl. 175, st. 10; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 20, st. 6).

Investiciono društvo koje upravlja OTP-om dužno je da uspostavi mehanizme koji sprečavaju izvršenje naloga klijenata na OTP-u na teret sopstvenog kapitala društva, ili bilo kog subjekta koji je deo iste grupe ili pravnog lica kao investiciono društvo ili organizator tržišta. Investicionom društvu koje upravlja OTP-om dopušteno je da trguje za sopstveni račun uparivanjem naloga obveznicama, strukturiranim finansijskim proizvodima i određenim izvedenim finansijskim instrumentima, samo ako se klijent sa tim postupkom prethodno saglasio. Međutim, investiciono društvo

koje upravlja OTP-om ne može da koristi trgovanje za sopstveni račun uparivanjem naloga prilikom izvršavanja naloga klijenata, koji se odnose na klasu izvedenih finansijskih instrumenata koji podležu obavezi kliringa u skladu sa propisanim postupkom sprovođenja obaveze kliringa (ZTK, čl. 175, st. 1–3). U pogledu državnih dužničkih hartija od vrednosti za koje ne postoji likvidno tržište, investiciono društvo koje upravlja OTP-om može da trguje za sopstveni račun i bez uparivanja naloga (ZTK, čl. 175, st. 5; Regulation (EU) No 600/2014, paragraf 9).

Za dobijanje dozvole za pružanje usluga upravljanja OTP-om, investiciono društvo mora da ispuni uslove koji su istovetni uslovima za upravljanje MTP-om, a odnose se na vlasničku, kadrovsku i organizacionu strukturu, minimalni kapital, zaštitu klijenata. Prilikom podnošenja zahteva za dobijanje dozvole za upravljanje OTP-om, Komisija za hartije od vrednosti može po sopstvenoj proceni zahtevati od investicionog društva dodatne informacije i objašnjenja, poput: 1) zašto sistem ne odgovara regulisanom tržištu, MTP-u ili sistematskom posredniku i ne može da posluje kao jedan od ovih sistema; 2) detaljan opis na koji način će se primenjivati diskreciono pravo, posebno kada se nalog na OTP-u može povući; 3) kada i kako će se dva ili više naloga klijenta upariti unutar OTP-a; 4) upotrebe istovremene kupovine i prodaje za sopstveni račun ili trgovanja za sopstveni račun uparivanjem naloga. Komisija prati trgovanje za sopstveni račun uparivanjem naloga koje vrši investiciono društvo kako bi se osiguralo da je u skladu sa definicijom takvog trgovanja i da ne dovodi do sukoba interesa između investicionog društva i klijenata (ZTK, čl. 175, st. 12 i 13; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 20, st. 7). Takođe, investicionom društvu je zabranjeno istovremeno upravljanje OTP-om i sistematskim posrednikom. OTP se ne povezuje sa sistematskim posrednikom na način kojim bi se omogućilo povezivanje naloga na OTP-u i naloga ili ponuda kod sistematskog posrednika. Dalje, OTP se ne povezuje s drugim OTP-om na način koji bi omogućio povezivanje naloga na različitim OTP-ima (ZTK, čl. 175, st. 6; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 20, st. 4).

4.6.3 Sistematski posrednik

Sistematski posrednik ili sistematski internalizator je investiciono društvo koje, bez upravljanja višestranim sistemom, na organizovan način, učestalo i sistematično i u značajnom obimu trguje za sopstveni račun, izvršavajući naloge klijenata van regulisanog tržišta, MTP-a ili OTP-a (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 24; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 4, st. 1, tač. 20). Dakle, sistematski posrednik je investiciono društvo koje izvan regulisanog tržišta i višestranih sistema trgovine (MTP i OTP) obavlja delatnost kupovine hartija od vrednosti za svoj račun od klijenata, kako bi ih preprodao trećim licima na tržištu po višoj ceni i zaradio na marži (razlici u ceni). Zaključuje se da je sistematski internalizator preprodavac hartija od vrednosti izvan berze i višestranih sistema trgovine, čime im postaje konkurent na tržištu u izvršavanju kupoprodajnih naloga klijenata. Kako su berze i višestranu sistemi trgovine (MTP i OTP) organizovana tržišta, sistematski internalizator je preprodavac hartija od vrednosti na neorganizovanom tržištu, čime realizuje ulogu koju imaju tržišni snabdevači (market mejkeri) na organizovanom tržištu (Jovanović, 2011: 254). Stoga je sistematski posrednik u obavezi da izvršava trgovinu sa klijentima na organizovan, učestao i sistematičan način. Da li je trgovanje „često“ ili „sistematsko“ je kvantitativna procena, zasnovana po obimu trgovanja hartijama od vrednosti koje je obavilo investiciono društvo za sopstveni račun izvršavanjem naloga klijenata. Imajući u vidu nepreciznost ove odredbe MiFID I direktive u kontekstu kvantifikovanja učestalosti i sistematičnosti trgovine, u praksi je neznatan broj investicionih društava u EU bio registrovan za obavljanje delatnosti sistematskog internalizatora. Stoga je MiFID II direktiva precizirala definiciju, prema kojoj investiciono društvo *u značajnoj meri* trguje za sopstveni račun (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata 2014, čl. 4, st. 1, tač. 20). Element definicije značajna mera (suštinska osnova, eng. *substantial basis*) može se izmeriti bilo obimom OTC trgovanja u odnosu na ukupan obim trgovanja investicionog društva određenom hartijom od vrednosti, bilo obimom OTC trgovanja investicionog društva u odnosu na ukupno trgovanje u EU određenom hartijom od vrednosti (Moloney, 2014: 467).

Poslujući na neorganizovanom (vanberzanskom) tržištu i pod jednostavnijim pravnim režimom u odnosu na berze i višestranne sisteme trgovine (MTP i OTP), sistematskom posredniku nije dozvoljeno da spaja interese trećih strana za kupovinu i prodaju finansijskih instrumenata.⁴⁷ Kako bi se obezbedila objektivna i efikasna primena navedene definicije na sistematske posrednike u praksi, neophodno je uzeti u razmatranje svaki dvostrani (bilateralni) odnos investicionog društva s klijentima, uz neophodno utvrđivanje kriterijuma koji se zahtevaju da bi se društvo registrovalo kao sistematski posrednik.

Da bi započeo posao sistematskog posrednika, investiciono društvo koje ispunjava uslove za obavljanje poslova sistematskog posrednika, dužno je da obavesti nadležni regulatorni organ na domaćem tržištu kapitala. Nacionalna regulatorna tela su dužna da o tome obaveste Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržište kapitala, koje je obavezno da sastavi i održava popis svih sistematskih posrednika u EU (Moloney, 2014: 479). Po uzoru na evropsko zakonodavstvo, i u domaćem pravu investiciono društvo koje ispunjava potrebne uslove za sistematskog posrednika dužno je da o tome obavesti nacionalno regulatorno telo – Komisiju za hartije od vrednosti. U pogledu ispunjavanja potrebnih uslova, sistematski internalizator podleže pravilima kao investiciono društvo. Imajući u vidu ulogu sistematskog posrednika na tržištu, a to je uloga preprodavca hartija od vrednosti, za dobijanje dozvole neophodno je da ispuni uslove koji su propisani za preprodavca, tj. preprodaju hartija od vrednosti. Ti uslovi odnose se na njegovu kadrovsku i organizacionu strukturu (uprava, veliki vlasnici), minimalni kapital, kao i zaštitu ulagača (članstvo u fondu za obeštećenje ulagača) (Jovanović, 2011: 255). Komisija može bliže propisati dodatne uslove: 1) različite uslove koji se primenjuju na sistematske internalizatore, a pod kojima se objavljuju obavezujuće ponude; 2) načine objavljivanja obavezujućih ponuda; 3) uslove pod kojima sistematski internalizatori mogu da povuku svoje

⁴⁷ Na primer, platforma sa jednim trgovcem na kojoj se trgovina uvek obavlja preko jednog investicionog društva trebalo bi da se smatra sistematskim posrednikom. S druge strane, platforma sa više trgovaca na kojoj se za isti finansijski instrument međusobno nadmeće više društava ne bi se mogla smatrati sistematskim posrednikom (Regulation (EU) No 600/2014, paragraf 20).

ponude; 4) uslove pod kojima sistematski internalizatori izvršavaju naloge koje dobijaju od svojih klijenata (ZTK, čl. 233, st. 6 i 7).

Investiciona društva su obavezna da objavljuju kupovne i prodajne ponude u vezi sa finansijskim instrumentima kojima se trguje na mestu trgovanja, a za koje su ona sistematski internalizatori i za koje postoji likvidno tržište. Ukoliko ne postoji likvidno tržište za finansijske instrumente, sistematski internalizatori mogu svojim klijentima otkriti ponude na njihov zahtev. Sistematski internalizatori objavljuju svoje ponude redovno i kontinuirano tokom uobičajenog vremena trgovanja (ZTK, čl. 233, st. 1–3). Investiciono društvo u svojstvu sistematskog internalizatora je naročito dužno da javno nudi kupovinu i prodaju akcija prema unapred određenim cenama i to pod jednakim uslovima za sve klijente. Od ovih pravila postoje izuzeci, kako bi sistematski internalizator mogao da ograniči rizik u svom poslovanju usled nepredviđenih promena cena i time spreči svoju insolventnost (Jovanović, 2011: 255–256). Shodno tome, sistematski posrednik može da, na osnovu svoje poslovne politike i na objektivan i nediskriminatoran način, odluči kojim klijentima će dati pristup svojim ponudama. Takođe, sistematski posrednik može da, na osnovu poslovnih razloga kao što su kreditna sposobnost klijenta (npr. rizična plaćena sposobnost, sumnjiva lična svojstva), rizik druge ugovorne strane i saldiranje transakcije, odbije uspostavljanje poslovnog odnosa sa klijentom ili da ga raskine. Da bi ograničio rizik izloženosti većem broju transakcija sa istim klijentom, sistematskom posredniku je dozvoljeno da, bez diskriminacije prema nekim klijentima, ograniči broj dozvoljenih transakcija sa istim klijentima za koje se obavezuje da će ih izvršiti po objavljenim uslovima (ZTK, čl. 234). Prilikom ograničavanja broja naloga prema jednom ili svim klijentima, investiciono društvo je obavezno da poštuje ravnopravnost klijenata i da prema njima ne postupa na diskriminatoran način.

Sistematski posrednik prihvata izvršenje naloga svojih klijenata i zaključuje kupoprodajne ugovore sa njima, prema cenama koje su istaknute u trenutku primanja naloga. Od ovog pravila izuzeti su profesionalni ulagači, s obzirom na to da sistematski internalizatori mogu izvršavati njihove naloge prema cenama različitim od objavljenih (Regulation (EU) No 600/2014, čl. 15, st. 2 i 3). *Ratio legis* ovog izuzeća jeste da investiciono društvo ima pravo da samo

odredi obim posla, koji je spremno da obavi u sistematskom posredovanju. Na taj način društvo sprečava situaciju u kojoj bi bilo priuđeno da u nedogled izvršava veliki broj naloga prema objavljenoj ceni, a koja je nepovoljnija po njega od tekuće tržišne cene, čime bi se dovelo u platežnu nesposobnost (Jovanović, 2011: 256).

Ukoliko u određenom trenutku investiciono društvo odluči da prestane da bude sistematski internalizator u vezi sa određenom hartijom od vrednosti, obavezno je da o tome prethodno informiše klijente objavljivanjem na način na koji im objavljuje svoje ponude za kupovinu i prodaju predmetnih hartija od vrednosti (Jovanović, 2011: 255).

4.6.4 Privremeno isključenje i obustava trgovine sa MTP i OTP

Investiciono društvo koje organizuje i upravlja MTP-om ili OTP-om u obavezi je da: 1) ustanovi i održava efikasne sisteme i postupke relevantne za MTP ili OTP, za redovno praćenje usklađenosti svojih članova ili učesnika sa pravilima MTP ili OTP;⁴⁸ 2) prati ispostavljene naloge, uključujući opozive naloga i transakcije koje vrše članovi ili učesnici u okviru njegovih sistema kako bi prepoznalo kršenje tih pravila, nepravilne uslove trgovanja ili ponašanja koja mogu ukazati na trgovanje ili pokušaje trgovanja na osnovu insajderske informacije, manipulaciju ili pokušaje manipulacije na tržištu, kao i poremećaje u sistemu u vezi sa finansijskim instrumentom, koristeći sredstva potrebna da to praćenje bude efikasno; 3) odmah obavesti Komisiju o značajnim slučajevima kršenja njegovih pravila, nepravilnim uslovima trgovanja ili ponašanjima koja mogu ukazati na trgovanje ili pokušaje trgovanja na osnovu insajderskih informacija, manipulaciju ili pokušaje manipulacije na tržištu ili poremećajima u sistemu u vezi sa finansijskim

⁴⁸ U tom smislu investiciono društvo je dužno da dostavi Komisiji za hartije od vrednosti detaljan opis funkcionisanja sistema trgovanja, navodeći pre svega: 1) da li se radi o sistemu glasovnog, elektronskog ili hibridnog trgovanja; 2) u slučaju elektronskog ili hibridnog sistema trgovanja, prirodu bilo kojeg algoritma ili programa za određivanje uparivanja i izvršenja trgovinskih interesa; 3) u slučaju sistema glasovnog trgovanja, pravila i protokole korišćene za određivanje uparivanja i izvršenja trgovinskih interesa; 4) pojašnjenje načina na koji sistem trgovanja zadovoljava svaki element definicije MTP-a ili OTP-a (Pravilnik o davanju dozvole organizatoru tržišta i uslovima za poslovanje mesta trgovanja i sistematskih internalizatora, čl. 12, st. 2).

instrumentom (ZTK, čl. 195; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 31).

U toku redovnog praćenja poslovanja, ukoliko uoči da finansijski instrument više ne ispunjava pravila MTP-a ili OTP-a, investiciono društvo koje upravlja MTP-om ili OTP-om, može da uvede privremenu obustavu trgovanja tim finansijskim instrumentom ili da ga isključi iz trgovanja, osim ukoliko bi ta obustava ili isključenje mogla da nanese znatnu štetu interesima investitora ili normalnom i redovnom funkcionisanju tržišta (ZTK, čl. 196, st. 1; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 32, st. 1).⁴⁹ Dalje, investiciono društvo koje upravlja MTP-om ili OTP-om, koje privremeno obustavi ili isključi iz trgovanja finansijski instrument, takođe privremeno obustavlja trgovanje ili isključuje iz trgovanja izvedene finansijske instrumente, koji se odnose na taj finansijski instrument ili su sa njim povezani, kada je to potrebno za podršku ciljevima privremene obustave ili isključenja osnovnog finansijskog instrumenta. Investiciono društvo koje upravlja MTP-om ili OTP-om objavljuje svoju odluku o privremenoj obustavi ili isključenju finansijskog instrumenta iz trgovanja i svih povezanih izvedenih finansijskih instrumenata, i o tim odlukama obaveštava Komisiju (ZTK, čl. 196, st. 2; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 32, st. 2).

Komisija može zahtevati od drugih MTP-ova, OTP-ova i sistematskih internalizatora koji su u njenoj nadležnosti i koji trguju istim finansijskim instrumentom ili izvedenim finansijskim instrumentima da privremeno obustave trgovanje ili iz trgovanja isključe taj finansijski instrument ili izvedene finansijske instrumente, ako je privremena obustava ili isključenje uvedena zbog sumnje na

⁴⁹ Procenjuje se da bi obustava ili isključenje finansijskog instrumenta iz trgovanja moglo uzrokovati značajnu štetu interesima investitora ili urednom funkcionisanju tržišta u sledećim okolnostima: 1) ako bi se time stvorio sistemski rizik kojim se ugrožava finansijska stabilnost (npr. ako postoji potreba da se prekine monopolski položaj na tržištu ili ako se obaveze saldiranja ne bi mogle ispuniti u značajnom obimu); 2) nastavak trgovanja na tržištu je potreban kako bi se sprovele ključne funkcije upravljanja rizikom posle trgovanja, ako postoji potreba likvidacije finansijskih instrumenata zbog neispunjenja obaveza klirinškog člana u okviru postupka neispunjenja obaveza centralne druge ugovorne strane i ako bi centralna druga ugovorna strana bila izložena neprihvatljivim rizicima zbog nemogućnosti obračuna zahteva u pogledu marže; 3) ako bi se ugrozila finansijska održivost izdavaoca (npr. ako je uključen u korporativnu transakciju ili prikupljanje kapitala) (Pravilnik o davanju dozvole organizatoru tržišta i uslovima za poslovanje mesta trgovanja i sistematskih internalizatora, čl. 60, st. 1).

zloupotrebu na tržištu, ponude za preuzimanje ili neobjavlivanja insajderskih informacija o izdavaocu ili finansijskom instrumentu, pod uslovom da takvo privremeno obustavljanje trgovanja ili isključenje iz trgovanja ne može značajno naštetiti interesima investitora ili urednom funkcionisanju tržišta (ZTK, čl. 196, st. 3; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 32, st. 2).

4.7 ALGORITAMSKO TRGOVANJE

Ubrzani razvoj tehnologija doprineo je njihovom masovnijem korišćenju na tržištu kapitala u prethodnoj deceniji. Nemali broj učesnika na tržištu kapitala koristi algoritamsko trgovanje, u kojem softverski program automatski izvršava naloge uz minimalno posredovanje brokera/dilera. Investiciono društvo koje koristi algoritamsko trgovanje u okviru strategije održavanja tržišta, trebalo bi kontinuirano da sprovodi to tržišno snabdevanje tokom određenog broja sati berzanskog sastanka u određenom mestu središtu trgovanja (npr. MTP, OTP). Regulatorni tehnički standardi trebalo bi da pojasne šta predstavlja određeni broj sati berzanskog sastanka u mestu trgovanja tako da obezbedi da taj određeni broj sati trgovanja bude značajan u poređenju sa ukupnim satima trgovanja, uzimajući u obzir likvidnost, opseg i vrstu određenog tržišta, kao i svojstva finansijskih instrumenata kojima se trguje (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata 2014, paragraf 59).

Algoritamsko trgovanje je trgovanje finansijskim instrumentima u kojem kompjuterski algoritam automatski određuje pojedinačne parametre naloga, kao što su odluka da li da se pokrene postupak izvršenja naloga, vreme izvršenja naloga, cena ili količina naloga ili način upravljanja nalogom po prijemu, sa ograničenom intervencijom ili bez ljudske intervencije. S druge strane, algoritamsko trgovanje ne uključuje sisteme koji se koriste isključivo za usmeravanje naloga na jedno ili više mesta trgovanja ili za obradu naloga bez određivanja parametara trgovanja ili za potvrdu naloga ili obradu izvršenih transakcija nakon trgovanja (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 49).

Uprkos određenim prednostima koje donose nove tehnologije i digitalizacija, treba razmotriti rizike koji proizlaze iz

algoritamskog trgovanja, a koji nisu bili regulisani. Regulatorna tela EU i SAD pristupila su regulisanju algoritamskog trgovanja nakon Blic kraha (*Flash Crash*) maja 2010. godine.⁵⁰ Na nivou EU algoritamsko trgovanje prvi put je regulisano Direktivom o tržištu finansijskih instrumenata 2014. godine. Direktiva je nametnula strože zahteve za mesta trgovanja i investiciona društva koja se bave algoritamskim i visokofrekventnim trgovanjem. Visokofrekventno algoritamsko trgovanje je tehnika algoritamskog trgovanja čiji sistem za trgovinu velikom brzinom analizira podatke ili signale sa tržišta i potom, kao odgovor na tu analizu, šalje ili ažurira veliku količinu naloga u veoma kratkom vremenu.⁵¹ Visokofrekventno algoritamsko trgovanje obično obavljaju investiciona društva koja koriste sopstveni (vlastiti) kapital za trgovanje, a koje podrazumeva korišćenje sofisticirane tehnologije za sprovođenje tradicionalnih strategija trgovanja poput tržišnog snabdevanja (*market making*) ili arbitraže. Tržišni udeo algoritamskog trgovanja u trgovanju, prevashodno akcijama, smanjen je zbog pravne regulacije, povećane konkurencije, rastućih troškova, kao i pojave alternativnih višestranih sredstava trgovine (Mäntysaari, 2022: 339).

⁵⁰ Blic krah (*Flash Crash*) predstavlja berzanski krah koji se dogodio 6. maja 2010. godine. Tokom sloma tržišta, vodeći američki berzanski indeksi, uključujući *Dow Jones Industrial Average*, *S&P 500*, i *Nasdaq Composite Index*, naglo su opali i delimično se oporavili za manje od sat vremena. Taj dan odlikovala je velika volatilnost (promenljivost) u trgovanju svim vrstama hartija od vrednosti, uključujući akcije, fjučerse, opcije i ETF-ove. Premda su tržišni indeksi uspeali da se delimično oporave u toku istog dana, ovaj krah je obeležio gubitak od milijardu dolara. Komisija za hartije od vrednosti i berze SAD sprovela je istragu o mogućim uzrocima neočekivanog događaja na tržištu kapitala. U izveštaju koji je objavila septembra 2010. godine, Komisija je konstatovala da su tržišta bila izuzetno krhka i izložena ekstremnim turbulencijama. Pojedinačni prodajni nalog enormne količine E-Mini S&P ugovora i naknadni agresivni prodajni nalozi izvršeni od strane visokofrekventnih algoritama pokrenuli su ogroman pad tržišnih cena, koji je već eksponencijalno rastao usled preovlađujućih negativnih tržišnih trendova u to vreme. Ogromna volatilnost primorala je mnoge trgovce koji su koristili algoritamsko trgovanje da zaustave svoje trgovanje. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/2010-flash-crash/>. Pristupljeno: 20. 12. 2022.

⁵¹ Visokofrekventno algoritamsko trgovanje karakteriše: (1) infrastruktura namenjena tome da se na najmanju moguću meru svedu mrežna i druga kašnjenja, uključujući barem jednu od sledećih algoritamskih mogućnosti unosa naloga: kolokaciju, čuvanje datoteka na serveru u neposrednoj blizini ili brz direktan elektronski pristup; (2) sistemsko pokretanje postupka davanja, usmeravanje i izvršavanje naloga bez ljudske intervencije za pojedinačne transakcije ili naloge i (3) veliki broj poruka na dnevnom nivou koji predstavljaju naloge, ponude ili otkazivanja (ZTK, čl. 2, st. 1, tač. 50; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, paragraf 61).

Da bi se investiciona društva bavila algoritamskim trgovanjem ili visokofrekventnim trgovanjem neophodno je da imaju dozvolu za rad. Time se osigurava da investiciona društva podležu brojnim organizacionim i tehničkim zahtevima s ciljem valjanog i urednog poslovanja i izbegavanja potencijalnih rizika. Potencijalni rizici od povećane upotrebe tehnologije najbolje se mogu ublažiti kombinacijom mera i posebnih oblika kontrole rizika usmerenih na društva koja koriste tehnike algoritamskog ili visokofrekventnog algoritamskog trgovanja koja pružaju direktan elektronski pristup i druge mere usmerene na organizatore višestranih sredstava trgovine, kojima takva društva imaju pristup (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, paragraf 63). Ove mere, između ostalog, uključuju obavezu investicionog društva i mesta trgovanja da obezbede robustne mere kako tehnike algoritamskog trgovanja i visokofrekventnog algoritamskog trgovanja ne bi stvorile neuredno tržište i kako se ne bi koristile u svrhe zloupotrebe. Drugo, obaveza mesta trgovanja je da obezbede da strukture naknada na mestima trgovanja budu transparentne, nediskriminatorne i pravedne i da nisu strukturirane tako da promovišu neuredne tržišne uslove (Mäntysaari, 2022: 339). Treće, u vezi s tehnikama algoritamskog trgovanja i visokofrekventnog algoritamskog trgovanja, primereno je da investiciona društva zabrane svojim klijentima pružanje direktnog elektronskog pristupa tržištima, ukoliko takav pristup ne podleže odgovarajućim pravilima i nadzoru. Društva koja omogućavaju direktan elektronski pristup trebalo bi da uspostave efikasne sisteme i načine kontrole kojima se: 1) pravilno procenjuje i proverava podobnost klijenata koji koriste tu uslugu; 2) sprečava da klijenti koji koriste uslugu prekorače unapred definisane vrednosti trgovanja i kredita; 3) osigurava da se trgovanje klijenata koji koriste usluge ispravno kontroliše i da odgovarajuće kontrole rizika sprečavaju trgovanje koje bi: moglo stvoriti rizike za samo investiciono društvo, ili stvoriti ili doprineti poremećaju na tržištu, ili moglo biti u suprotnosti odredbama kojima se uređuju zloupotrebe na tržištu ili moglo biti u suprotnosti sa pravilima mesta trgovanja (ZTK, čl. 172, st. 7; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, paragraf 66). Četvrto, kako bi nadležna regulatorna tela sprovela efikasan nadzor, svi nalazi generisani algoritamskim trgovanjem moraju biti označeni.

To bi doprinelo ublažavanju rizika od nedvosmislenog dodeljivanja naloga algoritamskoj strategiji ili investicionom društvu. Peto, investiciona društva koja se bave algoritamskim trgovanjem, da bi sprovele strategiju stvaranja tržišta, trebalo bi imati pisane sporazume s mestima trgovanja u kojima se pojašnjavaju njihove dužnosti za obezbeđivanje likvidnosti tržišta (Mäntysaari, 2022: 340).

4.8 TRGOVINA DIGITALNOM IMOVINOM

Republika Srbija jedna je od malobrojnih zemalja koja je na zakonodavnom nivou regulisala emisiju i trgovinu digitalnom imovinom. Zakon o digitalnoj imovini razlikuje dve vrste digitalne imovine – virtuelne valute i digitalne tokene.⁵² Pitanje klasifikacije digitalne imovine je pravno izuzetno značajno, s obzirom na to da klasifikacija omogućava regulatornim telima da usvoje i prilagode postojeća pravila specifičnostima digitalne imovine (Sovilj, 2021: 301–302). Uzimajući u obzir široku rasprostranjenost i nehomogenost digitalne imovine, predmetno istraživanje fokusiraće se isključivo na ulogu i doprinos brokersko-dilerskih društava u trgovini digitalnih tokena (*security tokens*), s obzirom na to da se digitalni tokeni upodobljavaju serijskim hartijama od vrednosti (Sovilj, 2023: 197).⁵³

⁵² Virtuelna valuta je vrsta digitalne imovine koju nije izdala i za čiju vrednost ne garantuje centralna banka, niti drugi organ javne vlasti, koja nije nužno vezana za zakonsko sredstvo plaćanja i nema pravni status novca ili valute, ali je fizička ili pravna lica prihvataju kao sredstvo razmene i može se kupovati, prodavati, razmenjivati, prenositi i čuvati elektronski. Digitalni token je vrsta digitalne imovine i označava bilo koje nematerijalno imovinsko pravo koje u digitalnoj formi predstavlja jedno ili više drugih imovinskih prava, što može uključivati i pravo korisnika digitalnog tokena da mu budu pružene određene usluge (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 2, st. 1, tač. 2 i 3).

⁵³ Zakon o digitalnoj imovini eksplicitno je precizirao da se na emisiju i sekundarno trgovanje digitalnom imovinom koja ima sve odlike finansijskog instrumenta primenjuje zakon kojim se uređuje tržište kapitala. Od navedenog pravila postoji izuzetak, prema kojem se neće primenjivati zakon koji reguliše tržište kapitala na izdavanje i sekundarno trgovanje digitalne imovine koja ima sve odlike finansijskog instrumenta, pod uslovom da su kumulativno ispunjeni sledeći uslovi: 1) digitalna imovina nema odlike akcija; 2) digitalna imovina nije zamenljiva za akcije; 3) ukupna vrednost digitalne imovine koju tokom perioda od 12 meseci izdaje jedan izdavalac ne prelazi iznos od 3.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara prema evru koji utvrđuje Narodna banka Srbije na dan izdavanja, odnosno tokom primarne prodaje. U navedenom slučaju primenjujuće se Zakon o digitalnoj imovini (čl. 7).

Kako promet digitalnom imovinom u većini zemalja širom sveta nije pravno regulisan, regulatorna tela su bila prinuđena da intervenišu na tržištu digitalne imovine. Naime, u nedostatku pravnih propisa, regulatorni organi pojedinih zemalja su proširili pravni domašaj propisa koji se odnose na hartije od vrednosti i na digitalne tokene. Tako je američka Komisija za hartije od vrednosti i berze omogućila trgovinu digitalnim tokenima samo brokerima i dilerima koji imaju prethodnu dozvolu Komisije i članovi su Regulatorne uprave za finansijsku industriju (FINRA). Ovakvom rešenju prethodio je slučaj od septembra 2018. godine, kada je američka Komisija donela rešenje protiv TokenLota (*TokenLot, LLC*) i njegovih principala, navodeći primenu zahteva za registraciju brokera i dilera koji nameravaju da se bave trgovinom digitalnim tokenima. U rešenju se navodi da je TokenLot poslovalo kao neregistrovano brokersko-dilersko društvo, omogućavajući investitorima da kupuju i prodaju digitalnu imovinu tokom i nakon inicijalne ponude tokena (*initial coin offering – ICO*). Ovo rešenje Komisije za hartije od vrednosti i berze predstavlja presedan, s obzirom na to da je utvrdila da se zahtev za registraciju brokera i dilera koji se primenjuje na hartije od vrednosti proširuje i na digitalne tokene (Stabile, Prior & Hinkes, 2020: 203). Dalje, Zakon o investicionim društvima SAD iz 1940. godine načelno zahteva da kompanije koje se prvenstveno bave ulaganjem, reinvestiranjem i trgovinom hartijama od vrednosti i koje nude ulaganja u sopstvene hartije od vrednosti, budu registrovane kao investiciona društva kod Komisije. Dana 11. septembra 2018. godine američka Komisija je donela rešenje protiv *LP and Timothy Enneking*, menadžera hedž fonda koji je poslovao kao „prvi regulisani hedž fond digitalnom imovinom u SAD“. U rešenju se navodi da imenovani hedž fond nije bio registrovan kod Komisije. Stoga je ovim rešenjem Komisija proširila registraciju iz Zakona o investicionim društvima i na digitalnu imovinu (Stabile, Prior & Hinkes, 2020: 204).

Za razliku od američkog prava, gde u nedostatku relevantnih propisa kojima se uređuje trgovina digitalnom imovinom i gde Komisija za hartije od vrednosti i berze aktivno deluje u rešavanju predmetnih sporova i otklanjanju prepreka, u domaćem pravu promet digitalnom imovinom je regulisan posebnim zakonom i pratećim podzakonskim aktima Komisije. Brokersko-dilersko

društvo koje ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti uređenih Zakonom o tržištu kapitala, može započeti pružanje usluga povezanih sa digitalnom imovinom po dobijanju dozvole nadzornog organa za pružanje usluga povezanih s digitalnom imovinom (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 4, st. 3). Dakle, brokersko-dilersko društvo koje je registrovano kod Komisije za obavljanje poslova povezanih sa hartijama od vrednosti, ne stiče po automatizmu dozvolu za pružanje usluga povezanih sa digitalnom imovinom, već je potrebno da podnese zahtev za njeno odobrenje od strane Komisije za hartije od vrednosti. Uz podnošenje zahteva za dobijanje dozvole za pružanje usluga povezanih s digitalnom imovinom, brokersko-dilersko društvo je obavezno da dostavi potrebnu dokumentaciju Komisiji, osim dokumentacije koju je prethodno podnelo Komisiji pri dobijanju dozvole za obavljanje delatnosti u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala (npr. rešenje o upisu u registar privrednih subjekata, podaci o članovima organa uprave, podaci o licima s kvalifikovanim učešćem, dokaz o posedovanju minimalnog kapitala). Osim toga, brokersko-dilersko društvo je obavezno da obezbedi tehničku, kadrovsku i organizacionu odvojenost obavljanja poslova za koje ima dozvolu u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala od obavljanja poslova povezanih sa digitalnom imovinom. Takođe, brokersko-dilersko društvo dužno je da poslove u pružanju usluga povezanih s digitalnom imovinom obavlja na način koji ne ugrožava stabilnost i sigurnost dela njegovog poslovanja koje se odnosi na obavljanje poslova za koje ima dozvolu u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala, niti otežava vršenje nadzora u skladu sa tim zakonom (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 69, st. 1–4). Komisija je nadležna za izdavanje i oduzimanje dozvole brokersko-dilerskom društvu za pružanje usluga povezanih s digitalnim tokenima u stranoj državi preko ogranka ili neposredno, u skladu s propisima te države i odredbama Zakona o digitalnoj imovini (Pravilnik o bližim uslovima i načinu davanja i oduzimanja saglasnosti za pružanje usluga povezanih s digitalnim tokenima u stranoj državi, čl. 1).

Komisija za hartije od vrednosti odlučuje o zahtevu za izdavanje dozvole brokersko-dilerskom društvu u roku od 60 dana od dana prijema urednog zahteva. Ukoliko je zahtev neuredan,

Komisija u roku od 20 dana od dana prijema tog zahteva obaveštava brokersko-dilersko društvo o tome na koji način da uredi taj zahtev, u kom slučaju rok počinje da teče od dana kad je podnet uredan zahtev u skladu sa obaveštenjem. Kada Komisija utvrdi da su ispunjeni svi zakonom propisani uslovi, donosi rešenje o izdavanju dozvole brokersko-dilerskom društvu, u kojem precizno navodi koje usluge je društvo ovlašćeno da pruža (Pravilnik o sprovođenju odredaba Zakona o digitalnoj imovini koje se odnose na davanje dozvole za pružanje usluga povezanih s digitalnim tokenima i saglasnosti Komisije za hartije od vrednosti, čl. 19).

Brokersko-dilersko društvo može pružati jednu ili više usluga povezanih sa digitalnom imovinom za koje je dobilo dozvolu Komisije, između ostalih: 1) prijem, prenos i izvršenje naloga koji se odnose na kupovinu i prodaju digitalne imovine za račun trećih lica; 2) kupovina i prodaja digitalne imovine za gotov novac i/ili sredstva na računu i/ili elektronski novac; 3) zamena digitalne imovine za drugu digitalnu imovinu; 4) čuvanje i administriranje digitalne imovine za račun korisnika digitalne imovine; 5) usluge u vezi sa izdavanjem, ponudom i prodajom digitalne imovine, sa obavezom njenog otkupa (pokroviteljstvo) ili bez te obaveze (agentura); 6) vođenje registra založnog prava na digitalnoj imovini; 7) usluge prihvatanja/prenosa digitalne imovine; 8) upravljanje portfeljem digitalne imovine; 9) organizovanje platforme za trgovanje digitalnom imovinom (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 3, st. 1). Na osnovu prethodno navedenog spiska poslova povezanih sa digitalnom imovinom, uočava se da je njihov delokrug identičan poslovima koje društvo obavlja na tržištu kapitala, izuzev predmeta posla. Upravo specifičnost predmeta trgovine iziskuje preciznije definisanje pojedinih pravnih poslova na tržištu digitalne imovine. Tako, na primer, čuvanje i administriranje digitalne imovine za račun korisnika digitalne imovine i sa tim povezane usluge obuhvata kontrolu nad sredstvima pomoću kojih se pristupa digitalnoj imovini (npr. kriptografski ključevi), kao i sa tim povezane usluge (npr. administriranje sredstvima obezbeđenja) (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 3, st. 2). S druge strane, poslovi upravljanja portfeljem digitalne imovine, pokroviteljstvo i agentura istovetni su poslovima na tržištu hartija od vrednosti.

5. STANDARDI POSLOVANJA INVESTICIONIH DRUŠTAVA

5.1 RIZIČNOST POSLOVANJA INVESTICIONIH DRUŠTAVA

Rizik je stanje neizvesnosti u poslovanju investicionog društva. On je budući, neizvestan događaj, čijim ostvarenjem može nastati određena šteta po investiciono društvo (Čolović, 2015: 238). Rizik pretpostavlja potencijalna odstupanja očekivanog ishoda određene poslovne aktivnosti, čija je verovatnoća merljiva. To bi značilo da brokersko-dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka, kao redovni učesnici na tržištu kapitala, moraju voditi računa o mogućnostima nastupanja nepovoljnih posledica svojih aktivnosti, kako bi opstali i ostali na tržištu. Ako bi nastupile okolnosti koje donose rizik, oni moraju posedovati mehanizme za njegov prenos, trgovinu, eliminaciju ili apsorpciju, kako bi nastavili sa daljim poslovanjem. Dakle, kako bi optimizovali, odnosno ublažili rizik u poslovanju, investiciona društva moraju njime upravljati. Upravljanje rizikom predstavlja njegovu obradu koja obuhvata identifikaciju i ocenu rizika, izbor i primenu metoda upravljanja rizikom, kao i nadzor nad rezultatima primenjenog metoda (Čolović, 2011: 746). Rizik iz bankarskog odnosno berzanskog poslovanja preuzimaju osnivači banke, odnosno brokersko-dilerskog društva srazmerno svom učešću u kapitalu. Ali, određen stepen rizika preuzimaju i drugi nosioci interesa vezanih za njihovo poslovanje (*stakeholders*): deponenti, kreditori, odbori direktora, u krajnjem, država (Vasiljević, 2011: 555).

Uzimajući u obzir osobenost poslovanja brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka, može se zaključiti da je rizik izuzetno izražena kategorija u njihovom poslovanju. Kako investiciona društva posluju po načelima rentabilnosti, solventnosti i likvidnosti, očekivano je da proizlazi i rizičan karakter njihovog poslovanja.

Svaka neizvesnost i neočekivano dešavanje u pojedinim poslovnim aktivnostima investicionih društava može se definisati kao rizik. U savremenim uslovima privređivanja usled izuzetno dinamičnih promena u okruženju ili ekonomskoj sredini u kojoj investiciona društva posluju, očekivana je povećana izloženost riziku (Ivaniš, 2012: 2).

Uzroci pojave rizika u poslovanju brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka mogu biti višestruki, od nedovoljne raspršenosti poslovanja i pretenzija ka ulaženju u rizične, a profitabilne poslove, do berzanskih potresa i nastanka globalnih finansijskih kriza. Na pojavu rizika u poslovanju investicionih društava utiču mnogobrojni činioci: vrsta delatnosti kojom se bave, obim i način plasiranja sredstava, dužina roka (po pravilu kratkoročni poslovi su manje rizični), bonitet i kreditna sposobnost klijenata, kao i njihovi poslovni rezultati, vrste hartija od vrednosti, s obzirom na to da različite hartije nose različite rizike, nove tendencije na finansijskim tržištima, poslovanje sa finansijskim derivatima, razvoj nove tehnologije, sve veća konkurencija, politička situacija u zemlji i slično (Mrvić, 2002: 398).

Širenje rizika u poslovanju investicionih društava danas predstavlja sastavni deo funkcionisanja finansijskih tržišta u razvijenim tržišnim ekonomijama, koji izaziva dalekosežne posledice u vidu materijalnog gubitka (dela ili celokupnog iznosa plasmana) i nematerijalnog gubitka (gubitak poslovne reputacije, stvaranje negativnog imidža u javnosti i sl.).

Proces regulisanja rizika može se okarakterisati kao sprovođenje kontrole nad aktivnostima koje su *prima facie* poželjne, ali treba imati na umu da se ne može u potpunosti eliminisati rizik u poslovanju investicionih društava i njihovim transakcijama na tržištu (asimetričnost informacija, sukob interesa). Izazov u regulisanju rizika je pronalaženje ravnoteže između olakšavanja regulatornih aktivnosti i obezbeđivanja valjane kontrole rizika. U tom pogledu nikada nije moguće zadovoljiti sve, tako da je neminovna borba u svakom sistemu zasnovanom na regulisanju rizika između zagovornika osetljivijeg pristupa regulacije (*light-touch* pristup) i onih koji favorizuju stroži pristup kontrole rizika (*belt-and-braces* pristup). Izvesno je da je osetljiviji pristup bio dominantan u godinama koje su prethodile finansijskoj krizi, nakon čega je usledila

korekcija, iako je precizan pravac i tempo promena u ovom trenutku i dalje neizvestan (MacNeil, 2010: 142).

Poslovanje brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka je po svojoj prirodi vrlo rizična delatnost, te se u njihovim bilansima mogu pojaviti značajni gubici ukoliko neadekvatno upravljaju rizicima kojima su izloženi. Strategija upravljanja rizicima u berzanskom i bankarskom poslovanju zasniva se na izbegavanju insolventnosti i maksimiziranju stope prinosa na kapital uz korekciju za rizik. Suština strategije upravljanja rizicima nije u pitanju da li preuzeti rizik ili ne, već koliki rizik je brokersko-dilersko društvo, odnosno banka spremna da preuzme radi postizanja zadovoljavajuće stope rentabilnosti. Ključno obeležje problema rizika u poslovanju brokersko-dilerskih društava i banaka nije u izbegavanju rizika, već u profesionalnom upravljanju svim rizicima, pri tome poštujući osnovna ekonomska načela koja se primenjuju u berzanskom i bankarskom poslovanju, a to je rentabilnost i likvidnost (Ivaniš, 2012: 14).

5.2 STANDARDI SIGURNOG I POŠTENOG POSLOVANJA

Sigurno poslovanje je poslovanje investicionog društva prilikom pružanja investicionih usluga, odnosno obavljanja investicionih aktivnosti, u kojem je investiciono društvo obavezno da stavlja interese svojih klijenata ispred sopstvenih interesa, kao i da posluje korektno, pošteno, pravično i profesionalno, u skladu s pravilima struke, u najboljem interesu klijenta, posebno poštujući zakonom utvrđena načela (ZTK. čl. 177, st. 1). Sve informacije, uključujući i marketinške, koje investiciono društvo upućuje svojim klijentima ili potencijalnim klijentima, moraju biti jasne, istinite i da ne dovode u zabludu, a marketinški materijal mora biti označen kao takav (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 24).

U cilju razumevanja prirode i rizika investicionih usluga, kao i vrste hartija od vrednosti koje im se nude, prilikom donošenja određene odluke o investiranju, investiciono društvo je obavezno da klijentima ili potencijalnim klijentima pruži odgovarajuće informacije u razumljivom obliku o: 1) investicionom društvu i njegovim uslugama; 2) hartijama od vrednosti i predloženim strategijama

investiranja, uključujući smernice i upozorenja u vezi sa rizikom ulaganja u pomenute hartije od vrednosti, odnosno strategije; 3) mestima izvršenja naloga klijenata (da li je posredi berza, MTP, OTP ili sistematski posrednik); 4) troškovima i naknadama (Hudson, 2008: 124; Labudović Stanković, 2012: 363).

Osim prema svojim klijentima, investiciono društvo mora pošteno postupati i prema drugim profesionalnim učesnicima na tržištu (drugo brokersko-dilersko društvo ili ovlašćena banka), iako mu nisu klijenti, ali nije u obavezi da radi u njihovu korist, niti da im štiti interese. Takođe, investiciono društvo nije obavezno da izbegava sukob interesa sa ostalim trgovcima, s obzirom na to da su mu konkurenti na tržištu (Jovanović, 2009: 134). Investiciono društvo je obavezno da u svom poslovanju primenjuje sledeće standarde:

1) *Poštovanje načela ravnopravnosti klijenata.* Dužnost investicionog društva je da postupa prema svim klijentima istovetno, te je strogo zabranjeno povlađivanje jednih na štetu drugih klijenata u istim situacijama (Jovanović, 2009: 134). Društvo je obavezno da uspostavi odgovarajuće mere kako bi se smanjio operativni rizik od gubitka ili smanjenja imovine klijenata, odnosno prava u vezi sa tom imovinom, a koji mogu nastati kao posledica zloupotrebe te imovine, lošeg upravljanja, neadekvatnog vođenja evidencije, prevare ili nemara (Sovilj & Stojković Zlatanović, 2018: 1–16).

2) *Upoznavanje klijenata sa uslovima poslovanja.* Investiciono društvo je obavezno da u svojim poslovnim prostorijama omogući klijentima uvid u pravila poslovanja i pravilnik o tarifi i da ih objavi na svojoj internet stranici. Društvo je obavezno da obavesti klijenta o troškovima i naknadama u vezi sa hartijama od vrednosti koje su predmet posla, uključujući povezane provizije, poreze, kao i upozorenje o valuti i deviznom kursu (ZTK, čl. 178, st. 1; Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva, čl. 13).

3) *Izvršenje naloga klijenata pod najpovoljnijim uslovima.* Investiciono društvo je obavezno da ustanovi mere i sisteme za pošteno, brzo i efikasno izvršenje naloga klijenata u odnosu na naloge ostalih klijenata ili tog investicionog društva (Hudson, 2008: 132). Investiciono društvo je obavezno da preduzme sve potrebne aktivnosti, kako bi prilikom izvršenja naloga postiglo najbolji mogući rezultat za klijenta uzimajući u obzir cenu, troškove, brzinu,

mogućnost izvršenja, saldiranje, veličinu, prirodu i druge činioce vezane za izvršenje naloga, s tim da ukoliko klijent da posebna uputstva u vezi sa izvršenjem naloga, društvo je obavezno da postupi shodno tom uputstvu (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 24, st. 4 i 5).⁵⁴ Kako bi ograničilo rizik u poslovanju klijenta, ali i sopstveni rizik, investiciono društvo je obavezno da pre izvršenja naloga obavesti klijente ili potencijalne klijente o mogućem riziku koji se odnosi na prirodu hartija od vrednosti koje su predmet naloga, promenljivost cena tih hartija, svako ograničenje na postojećim tržištima za takve hartije, kao i rizik gubitka cele investicije. Društvo je dužno da obavesti klijenta da bi posao takvim hartijama od vrednosti, osim troškova sticanja tih hartija, mogao da uključi i dodatne finansijske i druge obaveze (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva prilikom pružanja usluga, čl. 17). Ukoliko investiciono društvo pruža usluge investicionog savetovanja ili upravljanja portfeljem, društvo mora prikupiti osnovne podatke o znanju i iskustvu klijenta ili potencijalnog klijenta u domenu investiranja u određene hartije od vrednosti, o njegovom finansijskom stanju, uključujući sposobnost da podnese gubitke. Na osnovu prikupljenih podataka, društvo može preporučiti investicione usluge i hartije od vrednosti koje su primerene klijentu ili potencijalnom klijentu, a u skladu s njegovom tolerancijom na rizik (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 25, st. 2). Time se i investiciono društvo štiti od potencijalnog gubitka u svom poslovanju, ukoliko bi klijent postao insolventan.

4) *Čuvanje poslovne tajne.* Članovi uprave, rukovodioci i zaposleni investicionog društva su obavezni da, kao poslovnu tajnu, čuvaju podatke do kojih su došli u obavljanju svojih poslova o stanju i prometu na računima klijenata, ne smeju ih saopštavati trećim licima, niti ih smeju iskoristiti za sticanje sopstvene ili tuđe koristi, a na štetu klijenata. Ukoliko povredom poslovne tajne pričinu štetu klijentu, društva su obavezna da je nadoknade. Izuzetno, pomenuta lica oslobođena su obaveze čuvanja poslovne tajne: 1) uz pismenu saglasnost klijenta; 2) prilikom sprovođenja nadzora Komisije za hartije od vrednosti, Centralnog registra ili organizatora tržišta; 3) na osnovu naloga suda; 4) na osnovu naloga organa koji je nadležan za sprečavanje pranja novca ili finansiranje

⁵⁴ Američko pravo predviđa fiducijarnu dužnost za investiciona društva. Komisija za hartije od vrednosti i berze SAD-a je ovlašćena da uspostavi standarde ponašanja investicionih društava da postupaju u najboljem interesu svojih klijenata (fiducijarna dužnost), kao i da obelodane postojanje sukoba interesa, uprkos postojanju vlastitih finansijskih interesa (Gadinis, 2012: 681; Fein, 2010: 29–35).

terorizma, ili drugog nadležnog organa (npr. Narodna banka Srbije, poreski organi) (ZTK, čl. 178).

5) *Vođenje knjige naloga*. Investiciono društvo je obavezno da vodi knjigu naloga u elektronskom obliku u koju se upisuju nalozi klijenata za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti, kao i opozivnih naloga. Investiciono društvo izdaje potvrdu o izvršenju transakcija između učesnika na tržištu, najkasnije do kraja prvog radnog dana nakon izvršenja transakcije. Investiciono društvo može da odbije izvršenje klijentovog naloga ukoliko: 1) klijent nema dovoljno novčanih sredstava na računu za izmirenje obaveza koje bi nastale po osnovu izvršenja naloga za kupovinu hartija od vrednosti; 2) klijent na računu hartija od vrednosti nema dovoljno hartija koje su neophodne da bi se izvršio nalog za njihovu prodaju; 3) postoji osnovana sumnja da bi izvršenjem takvog naloga bile prekršene odredbe zakona kojim se uređuje tržište kapitala, odnosno zakona kojim se uređuje sprečavanje pranja novca i finansiranje terorizma; 4) bilo učinjeno delo sankcionisano po zakonu kao krivično delo, privredni prestup ili prekršaj (npr. berzanske manipulacije, smicalice, špekulacije itd.) (ZTK, čl. 188).

6) *Uzdržavanje od poslova kojima bi se povredio interes klijenata i ugrozila stabilnost tržišta kapitala*. Investicionom društvu zabranjeno je obavljanje sledećih poslova: 1) zalaganje ili otuđenje hartija od vrednosti koje su u svojini klijenta, bez njegove prethodne pismene saglasnosti; 2) izvršavanje naloga klijenta na način koji je protivan zakonu, aktima Komisije, regulisanog tržišta, odnosno MTP, OTP čiji je član ili korisnik investiciono društvo; 3) kupovina, prodaja ili pozajmljivanje za sopstveni račun istih hartija od vrednosti koje su predmet naloga klijenta pre postupanja po nalogu klijenta; 4) kupovina, prodaja ili pozajmljivanje hartija od vrednosti po osnovu ugovora o upravljanju portfeljem hartija od vrednosti isključivo u cilju naplate provizije ili druge naknade; 5) podsticanje klijenata, bez stvarnih potreba, na učestalo obavljanje berzanskih poslova, samo radi naplate provizije; 6) korišćenje hartija od vrednosti klijenta za plaćanje sopstvenih obaveza, kao i obaveza drugih klijenata (Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva prilikom pružanja usluga, čl. 67). Primera radi, ukoliko investiciono društvo učestalo obavlja poslove za račun klijenta isključivo u cilju naplate provizije, pri tome stvarajući dodatne troškove klijentu, klijent može da raskine ugovor sa društvom i zaključi posao sa drugim investicionim društvom koje će mu pružiti usluge značajno povoljnije. Takvim nesavesnim i neprofesionalnim poslovanjem

investiciono društvo će izgubiti klijente, a time i redovne prihode od obavljenih poslova.

7) *Kontinuirano poslovanje i poveravanje poslova.* Investiciono društvo preduzima sve razumne mere kako bi obezbedilo kontinuitet i pravilnost u pružanju investicionih usluga i obavljanju investicionih aktivnosti. Stoga je investiciono društvo dužno da obezbedi, da kada trećem licu poverava obavljanje poslova koji su značajni za pružanje neometane i zadovoljavajuće usluge klijentima, treće lice preduzme sve razumne korake da izbegne nepotrebne dodatne rizike poslovanja. Društvo ne može poveriti obavljanje važnih poslova trećim licima na način koji u značajnoj meri ugrožava kvalitet unutrašnje kontrole i mogućnost nadzornog organa da kontroliše usklađenost poslovanja društva sa svim propisima. U datom slučaju, investiciono društvo je obavezno da: 1) ustanovi pouzdane i precizne administrativne i računovodstvene procedure, mehanizme unutrašnje kontrole, efikasne procedure za procenu rizika; 2) obezbedi efikasnu kontrolu i zaštitu informacionih sistema; 3) ima uspostavljene dobre mehanizme zaštite kojima se garantuje sigurnost prenosa podataka i provera njihove autentičnosti, smanjuje rizik od netačnosti podataka i neovlašćenog pristupa i sprečava odavanje informacija, uz zadržavanje poverljivosti informacija u svakom trenutku (ZTK, čl. 168).

5.3 ODNOS INVESTICIONOG DRUŠTVA I KLIJENATA

Izvršavanju naloga klijenata od strane investicionog društva na tržištu kapitala prethodi zaključenje ugovora. Investiciono društvo vodi evidenciju koja uključuje ugovore ili dokumente koje su potpisali investiciono društvo i klijent (investitor), a u kojima su utvrđena prava i obaveze ugovornih strana i drugi uslovi pod kojima investiciono društvo pruža usluge klijentima. Prava i dužnosti ugovornih strana mogu biti uključena pozivanjem na druga dokumenta ili propise. Pored toga, investiciono društvo je dužno da obezbedi klijentu na trajnom nosaču podataka izveštaje o uslugama koje pruža, sa podacima o redovnoj komunikaciji sa klijentom koja zavisi od vrste i složenosti hartija od vrednosti i prirode usluga koje se pružaju, i, prema potrebi, troškovima u vezi sa tim transakcijama i uslugama (ZTK, čl. 181, st. 1 i 2).

Ukoliko investiciono društvo pruža usluge investicionog savetovanja, pre izvršene transakcije daje na trajnom mediju izjavu o podobnosti klijentu, u kojoj precizira dati investicioni savet uz obrazloženje kako taj savet ispunjava preferencije, ciljeve i druge karakteristike malog investitora. Kada investiciono društvo zaključuje ugovor o kupovini ili prodaji hartija od vrednosti komunikacijom na daljinu, što sprečava prethodno podnošenje izjave o podobnosti, društvo može dati pisanu izjavu o podobnosti na trajnom nosaču podataka odmah nakon što se klijent obaveže ugovorom, ako su kumulativno ispunjeni sledeći uslovi: 1) klijent se saglasio da će primiti izjavu o podobnosti bez nepotrebnog odlaganja, nakon izvršenja transakcije; i 2) investiciono društvo je dalo klijentu izbor odlaganja transakcije kako bi unapred primio izjavu o podobnosti (ZTK, čl. 181, st. 3 i 4).

5.3.1 Dužnost postupanja u najboljem interesu klijenata

Investiciono društvo je dužno da preduzme sve neophodne aktivnosti kako bi pri izvršenju naloga postiglo najbolji mogući učinak po klijenta s obzirom na cenu, troškove, brzinu, mogućnost izvršenja, saldiranje, veličinu, prirodu i sve ostale činioce u vezi sa izvršenjem naloga, s tim što kada klijent izda posebna uputstva u vezi sa transakcijom, investiciono društvo izvršava nalog prema tim uputstvima (ZTK, čl. 186, st. 1).

Kada postoji više mogućih mesta za izvršenje naloga za određeni finansijski instrument (berza, MTP, OTP, sistematski posrednik), u svrhe procene i postizanja najboljeg učinka za klijenta, koji bi bili ostvareni izvršenjem naloga na svakom od mesta izvršenja na kojem se može izvršiti nalog, a koja su navedena u politici za izvršavanje naloga investicionog društva, uzimaju se u obzir provizije i troškovi investicionog društva za izvršenje naloga na svakom od tih mesta izvršenja. Investiciono društvo ne može da prima naknade, popuste niti nenovčane koristi za usmeravanje naloga klijenata na određeno mesto trgovanja ili mesto izvršenja, jer bi se time prekršile odredbe o sukobu interesa (ZTK, čl. 186, st. 3 i 4).

Investiciona društva klijentima pružaju odgovarajuće informacije o svojim procedurama izvršenja naloga, kojima se jasno,

dovoljno detaljno i na način koji klijenti mogu lako razumeti, objašnjava kako će i gde investiciono društvo izvršavati naloge za klijenta. Investiciona društva su dužna da dobiju prethodnu pisanu saglasnost klijenata za njihove procedure izvršenja naloga. Investiciono društvo može saglasnost da dobije bilo u vidu ugovora ili saglasnost može biti data za svaku pojedinačnu transakciju (ZTK, čl. 186, st. 8–11).

Investiciona društva koja izvršavaju naloge klijenata su dužna da jednom godišnje, za svaku vrstu finansijskih instrumenata, sačine rezime i objave pet najprometnijih mesta izvršenja u pogledu obima trgovanja na kojima su izvršavali naloge klijenta u prethodnoj godini, kao i podatke o postignutoj efikasnosti izvršenja (ZTK, čl. 186, st. 12).

5.3.2 Izbegavanje sukoba interesa

Problem sukoba interesa među učesnicima na tržištu hartija od vrednosti prisutan je decenijama unazad. Značaj problema uvideli su regulatorni organi koji usvajanjem brojnih pravila nastoje da uspostave standarde pravičnog i efikasnog postupanja u slučaju sukoba interesa, kao i načine sankcionisanja učesnika usled kršenja pravila. Na nivou Evropske unije pitanje sukoba interesa osim Direktive o tržištima finansijskih instrumenata regulisano je i Direktivom o njenom sprovođenju, koja sadrži nekoliko pravila koja su posvećena regulisanju sukoba interesa između investicionih društava i njihovih klijenata (Commission Directive 2006/73/EC). Osim pomenutih, pitanje sukoba interesa regulisano je Direktivom o zloupotrebi tržišta (Directive 2003/6/EC) kao i direktivama o njenom sprovođenju, što sve ukazuje na važnost ovog problema na jedinstvenom tržištu kapitala u Evropskoj uniji (Marković, 2009: 558).

Sa ekonomskog aspekta sukob interesa može se definisati kao situacija u kojoj investiciono društvo ima višestruke interese koji ga podstiču da sakrije ili zloupotrebi informacije koje su neophodne za efikasno funkcionisanje tržišta kapitala, i na taj način ostvari dodatne prihode u svom poslovanju (Marković, 2009: 561). Ovakav vid sukoba interesa karakterističan je na tržištu između njegovih učesnika, jer se upravo na taj način uspostavlja tržišna

konkurencija. Mogu se pojaviti tri vrste sukoba interesa. Kao prvo, sukob između kupaca i prodavaca, s obzirom na to da kupci nastoje da kupe što jeftinije, a prodavci da prodaju što skuplje. Primera radi, interes investicionog društva je da proda hartije od vrednosti po višoj ceni, dok je interes kupca da ih kupi po nižoj ceni, čime su njihovi interesi suprotstavljeni tako da ostvarenje jednog isključuje mogućnost ostvarenja drugog. Ukoliko investiciono društvo proda hartije od vrednosti po nižoj ceni od planirane, postoji mogućnost ostvarenja gubitka u svom poslovanju. Drugo, moguć je i sukob samih prodavaca, koji se takmiče da prodaju što više hartija od vrednosti kupcima za nižu cenu u odnosu na druge prodavce. Na kraju, treće, u sukobu interesa međusobno su i kupci, jer se i oni nadmeću u spremnosti da kupe hartije od vrednosti po višoj ceni naspram drugih kupaca. Kako su ovakvi sukobi interesa potrebni tržištu, jer podstiču tržišnu utakmicu, pravo ih štiti pravilima o konkurenciji, kojim se suzbijaju radnje radi sprečavanja ili ublažavanja takvih sukoba (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 460).

Sa pravnog aspekta sukob interesa možemo definisati kao sučeljavanje ličnog interesa investicionog društva sa interesima (subjektivnim pravima) jednog ili više drugih lica sa kojima je u određenom pravnom odnosu (npr. posredovanje, komisijom, zastupanje), kojem bi morao da se podređuje, te postoji mogućnost ostvarivanja sopstvenog interesa na štetu njihovog interesa, isključujući ili otežavajući njihovo ostvarenje (Santos, 1998: 44). U takvoj situaciji, društvo je obavezno da postupa u interesu svog klijenta, čak i kada se posledice takve odluke sukobljavaju sa ostvarenjem sopstvenog interesa, ili interesa drugog klijenta. Pod sopstvenim interesom investicionog društva podrazumeva se njegov lični interes, ali i interes nekog drugog lica, koje je povezano sa društvom na takav način da se može razumno očekivati njegov uticaj na poslovanje društva. Interes koji je najznačajniji za pravni pojam sukoba interesa jeste finansijski (materijalni) interes, koji se ostvaruje u imovini investicionog društva (Marković, 2009: 563). Obaveza investicionog društva je da izbegava sve slučajeve u kojima može doći u potencijalni sukob vlastitih interesa (ili interesa povezanih lica) sa interesom svojih klijenata prema kojima ima fiducijarnu dužnost (obaveza da postupa u najboljem interesu klijenta) i u čijem interesu mora raditi (Vasiljević, 2007: 149).

Na tržištu hartija od vrednosti moguće je razlikovati dve vrste sukoba interesa. Prva vrsta je sukob između investicionog društva i njegovih klijenata, u kojem je suprotstavljen lični interes društva sa interesima njegovih klijenata. Primera radi, u situaciji u kojoj je investiciono društvo istovremeno u poziciji da postupa za sopstveni račun (npr. da kupuje hartije od vrednosti za svoj račun, kako bi ih kasnije prodao po višem kursu, ostvarujući zaradu), ali i kao finansijski posrednik za svog klijenta, neminovno dovodi do sukoba interesa. U navedenom slučaju postavlja se pitanje, čijem će interesu investiciono društvo dati prednost: da li će postupati za sopstveni račun, ili će izvršiti nalog svog klijenta, uprkos tome što neće ostvariti dobit u svom poslovanju. Osim direktnog sukoba, ova vrsta obuhvata i indirektni sukob interesa u kojem je interes investicionog društva suprotstavljen izvršavanju fiducijarne dužnosti prema klijentima. Druga vrsta sukoba interesa postoji između klijenata jednog investicionog društva, s obzirom na to da izvršavanjem naloga favorizuje jednog klijenta na štetu ostalih klijenata (Walter, 2003: 3). Ukoliko izbije sukob interesa, investiciono društvo je dužno da pošteno postupa prema klijentu, izvršavajući svoje obaveze prema klijentu kao da sukoba nema, iako će time pretrpeti gubitak u svom poslovanju. Izuzetno, investiciono društvo sme odustati od posla koji obavlja za klijenta pod uslovom da mu time ne nanese gubitak, jer bi izvršenjem tog posla sebi ili drugim svojim klijentima pričinio znatno veći gubitak, nego što je onaj koji klijentu nastaje odustajanjem od posla (Jovanović, 2009: 136).

Premda postojanje sukoba interesa treba gledati kao svakodnevnu pojavu prilikom pružanja investicionih usluga i obavljanja investicionih aktivnosti klijentima, njihova rasprostranjenost uslovljava brojne probleme na tržištu kapitala. Problemi prvenstveno proizilaze iz asimetričnosti informacija između investicionih društava i njihovih klijenata, kako u pogledu postojanja situacije sukoba interesa, tako i u pogledu zloupotrebe na štetu klijenta. Time se narušava poverenje klijenata (ulagača) u profesionalne trgovce hartijama od vrednosti, ali i u funkcionisanje samog tržišta kapitala (Radović, 2010: 178). Drugim rečima, zloupotrebe sukoba interesa svuda su nelegalne situacije. Suština je, da li je sudska reakcija *ex post* dovoljna da spreči dalje kršenje sukoba interesa od strane investicionih društava (Enriques, 2006: 324).

5.3.3 Uzroci nastanka sukoba interesa

Mnogobrojni su razlozi koji doprinose nastanku sukoba interesa između investicionih društava i njihovih klijenata. Navešćemo neke od njih.

Obavljanje poslova za sopstveni račun predstavlja prvi i najčešći uzrok nastanka sukoba interesa između investicionih društava i njihovih klijenata, s obzirom na to da investiciona društva osim obavljanja poslova za svoje klijente, iste poslove mogu obavljati i za sopstveni račun. Ovo često može dovesti do zloupotreba, naročito tokom preuzimanja društava, kada uprava investicionog društva koristi svoje diskreciono pravo nad upravljanjem portfeljima, kako bi uticala na ishod transakcije (Kruithof, 2005: 17). Stoga se opravdano postavlja pitanje u čijem interesu će raditi investiciono društvo, da li u interesu klijenta, kao njegov finansijski posrednik, ili u sopstvenom interesu, kao aktivni učesnik na tržištu hartija od vrednosti (Marković, 2009: 565). Domaće pravo predviđa obavezu investicionog društva da pre izvršenja transakcije za klijenta, obavezno upozna klijenta sa mogućim sukobima njegovih (klijentovih) interesa sa interesima društva, odnosno interesima drugih klijenata društva, uključujući opštu prirodu i izvore tih sukoba (ZTK, čl. 176).

Drugi razlog je obavljanje različitih poslova na tržištu kapitala. Time se doprinosi stvaranju tzv. multiservisnih društava (*multi-service firm*), koja pod jednim krovom pružaju sve finansijske usluge svojim klijentima i samim tim predstavljaju dodatnu opasnost za nastanak sukoba interesa sa klijentima (Vračarić, 2009: 608). Razlog nastanka sukoba interesa je što brokersko-dilerska društva, a naročito ovlašćene banke (koje pored trgovine hartijama od vrednosti pružaju i bankarske usluge), obavljaju različite poslove na tržištu kapitala, te su im često sopstveni interesi suprotstavljeni interesima klijenata. Svakodnevnim proširenjem delokruga poslova koje obavljaju investiciona društva na tržištu kapitala, povećava se mogućnost nastanka sukoba interesa. Eklaktan primer pojave sukoba interesa jesu poslovi organizovanja i upravljanja MTP i/ili OTP, na kojima investiciono društvo organizuje trgovinu hartija od vrednosti svojih klijenata. Zakon je predvideo ovakvu situaciju i pravno je uredio i harmonizovao

sa odredbama Direktive o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014 (MiFID II). Shodno tome, investiciono društvo je obavezno da razvije mehanizme za jasno prepoznavanje, upravljanje i savladavanje eventualnih štetnih posledica koje sukob interesa između MTP-a, OTP-a, njihovih vlasnika ili investicionog društva koje upravlja MTP-om ili OTP-om, može imati na rad i dobro funkcionisanje MTP-a ili OTP-a ili na njihove članove ili učesnike i korisnike (ZTK, čl. 175, st. 1, tač. 6; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 18, st. 4).

Treći razlog je naplaćivanje provizije za obavljanje usluga. Delatnost investicionog društva je lukrativna, s obzirom na to da društva izvršavaju poslove isključivo s ciljem ostvarivanja dobiti. Investiciono društvo zaključuje teretne poslove sa svojim klijentima, po osnovu kojih stiže pravo na odgovarajuću proviziju za pružene investicione usluge klijentima. Kako je visina provizije investicionog društva određena vrstom, obimom i sadržinom obavljenog posla, nedvosmisleno je da postoji lični interes društva, koji u datom slučaju može biti suprotan interesu klijenta (Marković, 2009: 566). U praksi se dešava da investiciono društvo pristupa raznim malverzacijama (*churning*) poput učestalog izvršavanja poslova za račun klijenta isključivo u cilju naplate provizije.

Četvrti razlog je poslovanje investicionog društva sa više klijenata.⁵⁵ Do sukoba interesa može doći između više klijenata jednog društva, s obzirom na to da njegove mogućnosti mogu biti ograničene. U tom slučaju može nastati neizbežan gubitak za investiciono društvo (Kruithof, 2005: 13). Kako je jedno od načela ravnopravnost svih klijenata jednog investicionog društva, društvo je obavezno da reši potencijalni sukob shodno svojim inetrnim pravilima poslovanja, uz nanošenje što manje štete bilo kom klijentu. Takođe, društvo je obavezno da nadoknadi imovinsku štetu koju pretrpi klijent. Investiciono društvo koje izvršava naloge

⁵⁵ Dobar primer sukoba interesa je situacija u kojoj investiciono društvo ima i institucionalne i individualne investitore za klijente. Usled velikog obima trgovine, institucionalni investitori često su spremni da plate znatno veće provizije investicionom društvu, koje je zbog dodatne provizije spremno da im pruži investicione usluge, stavljajući individualne investitore u nepovoljniju situaciju. Stoga, MiFID direktiva nalaže investicionim društvima uspostavljanje sistema tzv. „crvene zastave“ (*red flag*) za brzo otkrivanje sukoba interesa, kako bi se sprečilo nanošenje štete ostalim klijentima (Lee: 15).

više klijenata, obavezno je da poštuje red prvenstva u izvršavanju naloga, koje je usvojilo u svom poslovanju (Jovanović, 2009: 137). Utvrđeni red prvenstva izvršenja klijentovih naloga, društvo je obavezno da poštuje i prilikom izvršenja poslova za sopstveni račun, te ga ne sme kršiti za sopstvenu korist. Ukoliko povredi pravila o redu prvenstva izvršavanja klijentovih naloga, društvo je obavezno, da na zahtev klijenta, ustupi koristi koje bi klijent stekao da je poštovan red i da mu naknadi štetu koju je usled toga pretrpeo (Vasiljević, Vasiljević & Malinić, 2008: 461).

5.3.4 Načini rešavanja sukoba interesa

Klasična ekonomska teorija polazi od pretpostavke da investiciona društva i njihovi klijenti (investitori) poseduju potpune informacije, ne samo u pogledu njihovih interesa, već i u načinu postupanja vezano za njihove interese. Shodno tome, klasična teorija polazi od pretpostavke da tržište samo može rešiti problem sukoba interesa, ukoliko agent (društvo) postupa sa dužnom pažnjom, izvršavajući naloge klijenata potpuno i korektno. U suprotnom, pravni propisi će sankcionisati društvo, nametajući mu obavezu da nadoknadi štetu klijentu. Pomenutu korelaciju je teško realizovati, s obzirom na to da na tržištu postoje asimetrične informacije (Kruithof, 2005: 7; Walter, 2008: 17).

Kako tržište nije u mogućnosti da samostalno reguliše sukobe interesa između investicionih društava i njihovih klijenata zbog postojanja asimetričnih informacija, razvijena je teorija agencije s ciljem prevazilaženja sukoba interesa između društva i klijenata (Vasiljević, 2009: 5–24). Stoga, u situaciji sukoba interesa, učesnici na tržištu kapitala se ne ponašaju shodno ekonomskim očekivanjima, s obzirom da ne poseduju odgovarajuće informacije koje su im neophodne za adekvatno sagledavanje i odlučivanje. Isto tako, ne može se očekivati od investicionih društava da poštuju obavezu lojalnosti prema svojim klijentima, kako bi očuvali svoj ugled na tržištu. Stoga je neophodno koristiti pravne mehanizme za regulisanje sukoba interesa (Radović, 2010: 180).

U slučaju povrede dužnosti lojalnosti, uglavnom se koriste građanskopravna sredstva. U kontinentalnom pravnom sistemu

povreda dužnosti lojalnosti predstavlja povredu ugovorne obaveze, stoga ima za posledicu ugovornu odgovornost investicionog društva prema svom klijentu (Radović, 2010: 181). Prema opštim pravilima obligacionog prava, investiciono društvo je obavezno da klijentu nadoknadi pričinjenu štetu savesno i u svemu kako ona glasi (ZOO, čl. 262, st. 1). Međutim, u sporu za naknadu štete, klijent mora dokazati postojanje i visinu pretrpljene štete, ali i uzročnu vezu između pretrpljene štete i kršenja obaveze lojalnosti investicionog društva. Osim toga, ako tome pridodamo nesrazmerno visoke troškove tužbe naspram vrednosti pravnog zahteva, očigledno je sa kakvim se poteškoćama susreće klijent pri realizovanju svojih prava zbog zloupotrebe sukoba interesa (Marković, 2009: 573). Ukoliko društvo ne ispuni svoju obavezu preuzetu ugovorom (dužnost lojalnosti), klijent ima pravo da traži ispunjenje obaveze, ali i da raskine ugovor sa društvom (ZOO, čl. 124).

U anglosaksonskom pravnom sistemu, još od davnina, povreda dužnosti lojalnosti regulisana je tzv. fiducijarnim pravom, s obzirom na to da se temelji na fiducijarnom odnosu između investicionog društva i klijenta. *Common Law* sistem stepenuje odgovornost društva u zavisnosti da li je društvo bilo obavezno da postupa sa dužnom pažnjom prema svom klijentu (*duty of care*), ili je bilo obavezno da postupa u najboljem interesu klijenta (*duty of loyalty*). U slučaju povrede dužnosti lojalnosti i sticanja nedozvoljene dobiti, fiducijarno pravo nameće obavezu društvu da svu dobit prenese na klijenta. Pomenuto pravilo (*no profit rule*) dodatno eliminiše namere društva da krši obavezu lojalnosti ((Kruithof, 2005: 24–26; Dibadj, 2010: 207–215). Fiducijarno pravo, takođe, reguliše i problem dokazivanja kršenja dužnosti lojalnosti, time što uvodi oborivu pretpostavku da je obaveza lojalnosti prekršena čim se konstatuje da se investiciono društvo nalazilo u sukobu interesa sa klijentom, čime se prenosi teret dokazivanja na profesionalnog trgovca. Ovime je olakšan procesnopravni položaj klijenta, nasuprot kontinentalnom pravnom sistemu, gde je teret dokazivanja u potpunosti prebačen na klijenta (Radović, 2010: 182). To je naročito otežavajuća okolnost za maloprodajne ulagače, koji nemaju adekvatnog investicionog znanja i iskustva, te je potrebno da ih pravo dodatno zaštiti od zloupotreba profesionalnih učesnika na tržištu kapitala.

Pored građanskopravnih sredstava, koriste se i upravno-pravna sredstva uglavnom sprovođenjem kontrole i sankcionisanjem učesnika od strane regulatornih organa na tržištu kapitala. Ona su moguća i delotvorna samo ukoliko je dužnost postupanja u najboljem interesu klijenata zakonom propisana obaveza za investiciona društva (Radović, 2010: 182). U pravu SAD-a, samo-regulatorne organizacije (*Self Regulation Organization*) i javne agencije poseduju regulatorne mehanizme za zaštitu klijenata usled zloupotreba sukoba interesa. Njihova nedovoljna efikasnost i propusti u sprečavanju sukoba interesa postali su evidentni u SAD-u početkom 2000. godina, otkrivanjem brojnih zloupotreba na tržištu kapitala (Walter, 2008: 22).

Krivičnopravna sredstva u rešavanju problema sukoba interesa moguća su samo ukoliko je zakon propisao određena krivična dela, odnosno privredne prestupe i prekršaje za njihovo sankcionisanje (*nulla poena sine lege*). Zakon je propisao novčanu kaznu od 10.000 do 3.000.000 dinara, kojom će se kazniti za prekršaj investiciono društvo, ukoliko ne postupa u skladu sa pravilima u vezi sa sprečavanjem sukoba interesa i nanošenja štete interesima klijenata (ZTK, čl. 410, st. 1, tač. 54).

Savremene tendencije na tržištu kapitala uglavnom su usmerene na upravljanje već postojećim sukobima interesa, a ne u sprečavanju njihovog nastanka, kao što je to predviđao čl. 11 Direktive o investicionim uslugama iz 1993. godine. Nasuprot njoj, Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata iz 2004. nameće obavezu investicionim društvima da preduzme sve razumne mere u identifikovanju i upravljanju sukobom interesa koji može nastati u toku pružanja investicionih usluga. Zahtevi za uspostavljanjem, održavanjem i sprovođenjem efikasne politike sukoba interesa predstavljaju suštinu *ex ante* režima MiFID direktive u upravljanju sukobom. Ističući značaj režima samoprocenjivanja sukoba interesa, politika upravljanja sukobom interesa mora da odgovara veličini i organizaciji investicionog društva, kao i obimu i složenosti njegovog poslovanja (Moloney, 2008: 509–511).

Domaće pravno uređenje sukoba interesa između investicionih društava i njihovih klijenata usklađeno je sa komunitarnim pravom, odnosno Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. godine. Investiciono društvo je obavezno da preduzme

sve odgovarajuće mere za prepoznavanje i sprečavanje ili upravljanje sukobima interesa koji proizilaze iz pružanja investicionih i dodatnih usluga ili njihove kombinacije, uključujući one koji su posledica primanja podsticaja od trećih strana ili struktura naknada i drugih podsticaja u samom investicionom društvu: 1) između investicionog društva, uključujući i njihove rukovodioce, zaposlene, vezane zastupnike i svako lice direktno ili indirektno povezano sa njima putem kontrole, i njihovih klijenata, ili 2) između klijenata (ZTK, čl. 176, st. 1; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata 2014, čl. 23, st. 1). Investiciono društvo je obavezno da prilikom utvrđivanja sukoba interesa koji može štetiti interesima klijenata, oceni da li je društvo, relevantna lica ili lica koja su blisko povezana sa njima, pri pružanju usluga ili iz drugih razloga: 1) mogu ostvariti finansijsku dobit ili izbeći finansijski gubitak na štetu klijenta; 2) imaju interes ili korist od rezultata usluge pružene klijentu ili transakcije izvršene za račun klijenta, a koji se razlikuju od interesa klijenta; 3) imaju finansijski ili drugi motiv koji odgovara interesima drugog klijenta ili grupe klijenata, a na štetu interesa klijenta; 4) obavljaju istu delatnost kao i klijent; 5) primaju ili će primiti od lica koje nije klijent dodatni podsticaj u vezi sa uslugom pruženom klijentu, u obliku novčanih ili nenovčanih koristi ili usluga (Pravilnik o organizacionim uslovima za pružanje investicionih usluga, čl. 24). Ako organizacione ili administrativne mere koje preduzima investiciono društvo s ciljem sprečavanja sukoba interesa i nanošenja štete interesima klijenta nisu dovoljne da se u razumnoj meri spreči rizik štete interesima klijenata, investiciono društvo mora klijentu jasno obelodaniti opštu prirodu i/ili izvore sukoba interesa i preduzete korake za ublažavanje tih rizika pre nego što krene da posluje za njegov račun (ZTK, čl. 176, st. 2). Objavljivanje klijentima predstavlja krajnju meru i društvo će je iskoristiti samo ukoliko organizacione i administrativne mere koje je društvo uspostavilo, nisu dovoljne da bi se u razumnoj meri osiguralo sprečavanje rizika od nastanka štete za klijente. U objavi jasno precizira opis sukoba interesa koji se pojavljuje u okviru pružanja investicionih i/ili dodatnih usluga, vodeći računa o prirodi klijenta kojem se objava upućuje. U opisu se pojašnjavaju priroda i izvori sukoba interesa i rizici za klijenta koji nastaju kao posledica sukoba interesa i mere preduzete kako bi se ti rizici ublažili, dovoljno

detaljno kako bi se klijentu omogućilo da donese odluku u vezi sa investicionom ili dodatnom uslugom u okviru koje dolazi do sukoba interesa (Pravilnik o organizacionim uslovima za pružanje investicionih usluga, čl. 25).

5.4 ODGOVORNOST INVESTICIONOG DRUŠTVA

Odgovornost investicionog društva u trgovini hartijama od vrednosti može biti kaznenopravna i imovinskopravna.

Ukoliko investiciono društvo učini krivično delo (npr. utaju, prevaru, proneveru, krađu) ili privredni prestup, nadležni sud će mu izreći sankciju na zahtev javnog tužioca. Uglavnom će investiciono društvo biti sankcionisano novčano, dok se odgovornom licu investicionog društva (npr. direktor) osim novčane, može izreći zaštitna mera, uključujući javnu opomenu (Jovanović, 2009: 366). Pored toga, investicionom društvu se može izreći mera zabrane obavljanja delatnosti.

Investiciono društvo kazniće se novčanom kaznom u rasponu od 10.000 do 3.000.000 dinara za privredni prestup ukoliko:

- 1) pruža investicione usluge ili obavlja aktivnosti za koje nema dozvolu Komisije;
- 2) ne dobije dozvolu Komisije za statusne promene;
- 3) otpočne obavljanje delatnosti pre upisa te delatnosti u registar privrednih subjekata ili ne dostavi Komisiji dokaz o članstvu u Fondu za zaštitu investitora;
- 4) ne sprovodi sistem upravljanja, uključujući sprečavanje sukoba interesa;
- 5) ne osnuje odbor za imenovanje člana organa uprave;
- 6) postupi suprotno odredbama o sticanju kvalifikovanog učešća;
- 7) ne ustanovi i ne sprovodi efikasne organizacione i administrativne postupke kako bi se sprečio sukob interesa;
- 8) ne vodi i ne čuva evidencije na propisan način;
- 9) postupa protivno odredbama o držanju finansijskih instrumenata i novčanih sredstava klijenata;
- 10) ne postupi po nalogu Komisije u vezi sa obustavom trgovanja ili isključenje finansijskog instrumenta iz trgovanja sa MTP-a;
- 11) ukoliko postupi suprotno odredbama o pružanju usluga posredstvom drugog investicionog društva;
- 12) ne obezbedi da vezani zastupnik obelodani u kakvoj ulozi deluje i koje investiciono društvo zastupa kada stupa u kontakt ili pre nego što počne da posluje sa klijentom ili

potencijalnim klijentom;⁵⁶ 13) ne ustanove i ne održavaju efikasne sisteme i postupke za praćenje usklađenosti sa pravilima MTP-a i OTP-a; 14) osnuje ogranak u drugoj državi bez prethodne saglasnosti Komisije; 15) ne objavljuje obim i cenu transakcija sa finansijskim instrumentima kojima se trguje na mestu trgovanja; 16) ne ispunjava obaveze u vezi sa vođenjem evidencije i izveštavanjem o transakcijama. Za pobrojane radnje kazniće se za privredni prestup i odgovorno lice u investicionom društvu novčanom kaznom od 50.000 do 200.000 dinara. Osim novčane kazne za privredni prestup, odgovornom licu može se izreći zaštitna mera zabrane vršenja određene dužnosti u trajanju od jedne do pet godina, kao i mera objavljivanja presude (ZTK, čl. 405).

Imovinskopravna odgovornost predstavlja odgovornost za štetu koju investiciono društvo protivpravno učini drugom licu. Stoga, imovinskopravne sankcije pogađaju imovinu investicionog društva, a ne ličnost učinioca, za razliku od kaznenih sankcija koje pogađaju ličnost učinioca. Stoga, ukoliko investiciono društvo u obavljanju poslova pričinu štetu svom klijentu, dužno je tu štetu da nadoknadi. O imovinskopravnoj odgovornosti investicionog društva bilo je reči u prethodnoj glavi, u kojoj su poimenično obrađeni svi pravni poslovi investicionog društva na tržištu kapitala.

5.5 PRESTANAK INVESTICIONOG DRUŠTVA

Investiciono društvo može prestati da obavlja delatnost svojevolejno ili prinudno, oduzimanjem dozvole za rad.

Investiciono društvo samovoljno prestaje kada donese odluku o prestanku delatnosti, odnosno o promeni delatnosti na skupštini, dvotrećinskom većinom glasova po kapitalu. Međutim, da bi investiciono društvo prestalo sa obavljanjem delatnosti, nije dovoljna odluka njegove skupštine, već je potrebno da Komisija donese konačno rešenje, kako njegov iznenadni prestanak ne bi izazvao poremećaj na tržištu kapitala (Jovanović, 2009: 138). Stoga je organ uprave investicionog društva obavezan da najkasnije

⁵⁶ Naime, investiciono društvo koje se opredeli da imenuje vezanog zastupnika, ostaje neograničeno i bezuslovno odgovorno za sve radnje ili propuste vezanog zastupnika koji deluje u ime investicionog društva (ZTK, čl. 190, st. 2).

sutradan po donošenju odluke o prestanku obavljanja delatnosti, odnosno odluke o promeni delatnosti, podnese Komisiji za hartije od vrednosti zahtev za prestanak obavljanja delatnosti investicionog društva. Uz zahtev, investiciono društvo je dužno da dostavi Komisiji potrebnu dokumentaciju: 1) odluku o prestanku obavljanja delatnosti privrednog društva, odnosno o promeni delatnosti; 2) ugovor o preuzimanju računa finansijskih instrumenta zaključen sa drugim investicionim društvom; 3) podatke o novčanim računima na kojima se vode novčana sredstva klijenata (banka, broj računa) i analitika sredstava na tim računima po klijentima (ime, matični broj, pojedinačni iznos i osnov držanja tih sredstva – u smislu za trgovanje finansijskim instrumentima, isplaćene dividende ili sredstva po osnovu prinudnog otkupa), odnosno izjava da društvo nema otvorene takve račune; 4) dokaz o uplati naknade (Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, čl. 16). Takođe, investiciono društvo može svojevolski da prestane statusnom promenom, ukoliko se pripaja drugom investicionom društvu, ili se sa drugim društvom spaja u novoosnovano društvo, ili se deli na više novih investicionih društava. Za bilo koju statusnu promenu, neophodna je prethodna saglasnost Komisije za hartije od vrednosti (Jovanović, 2009: 138). Na osnovu prethodne odluke investicionog društva o prestanku delatnosti, odnosno promeni delatnosti, Komisija za hartije od vrednosti sprovodi postupak nadzora.⁵⁷ Po završetku postupka nadzora povodom prestanka obavljanja delatnosti investicionog društva, Komisija za hartije od vrednosti donosi rešenje

⁵⁷ U postupku nadzora investiciono društvo je dužno da dostavi Komisiji: 1) dokaz o obaveštenju klijenata o prestanku obavljanja delatnosti – kopija objavljenog oglasa, kao i dokaz o upućenom pisanom obaveštenju aktivnim klijentima; 2) rešenje o prestanku članstva na regulisanim tržištima na kojima je društvo bilo član; 3) rešenje o prestanku članstva u CRHOV-u; 4) potvrde poslovnih banaka o stanju na poslovnim računima društva u vreme obavljanja nadzora; 5) izjava (pregled) o neizmirenim obavezama prema klijentima ili poveriocima, kao i eventualnim spornim transakcijama; 6) pregled klijenata sa podacima o finansijskim instrumentima koje su preneli na depozitara koga su sami odabrali (poslovno ime tog depozitara); 7) zapisnik CRHOV-a o primopredaji dokumentacije u vezi sa finansijskim instrumentima; 8) zapisnik o prenosu novčanih sredstava koja pripadaju klijentima na novog depozitara sa izvodom banke na dan prenosa; 9) izjava o mestu čuvanja poslovne dokumentacije i kontakt podacima lica ovlašćenog za kontakt sa Komisijom povodom te dokumentacije (Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, čl. 17, st. 1 i 2).

o oduzimanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva. Rešenje o oduzimanju dozvole upisuje se u Registar izdatih i oduzetih dozvola za obavljanje delatnosti investicionog društva i taj podatak mora biti dostupan na internet stranici Komisije najmanje pet godina (ZTK, čl. 153).

Investiciono društvo prinudno prestaje kada mu Komisija za hartije od vrednosti, privremeno na period do dve godine ili trajno, oduzme dozvolu za obavljanje delatnosti. Komisija može oduzeti dozvolu za rad investicionom društvu samo u zakonom nabrojanim slučajevima, ukoliko utvrdi da: 1) investiciono društvo ne obavlja delatnost tokom 12 meseci, otvoreno se odriče dozvole ili nije pružalo investicione usluge niti obavljalo investicione aktivnosti tokom prethodnih šest meseci; 2) investiciono društvo je pribavilo dozvolu za rad na osnovu netačnih, nepotpunih podataka ili na drugi nedozvoljeni način 3) investiciono društvo je prestalo da ispunjava uslove propisane zakonom za dobijanje dozvole za rad (npr. minimalni kapital, pravna forma); 4) investiciono društvo je počinilo značajnu povredu odredaba ZTK ili akta Komisije, a u slučaju oduzimanja dozvole, takve značajne povrede bile su ozbiljne i sistemske; 5) investiciono društvo posluje uprkos izrečenim administrativnim merama i sankcijama Komisije; 6) investiciono društvo ne ispunjava obaveze u vezi sa pravovremenim i tačnim izveštavanjem Komisije više od dva puta u periodu od tri godine ili ako na drugi način onemogućava ili sprečava nadzor Komisije nad svojim poslovanjem; 7) investiciono društvo sistemski i u većoj meri ne ispunjava obaveze u vezi sa organizacionim, tehničkim, kadrovskim i drugim uslovima za pružanje investicionih usluga i obavljanje investicionih aktivnosti; 8) investiciono društvo ne izvršava obaveze propisane odredbama zakona koji uređuje sprečavanje pranja novca i finansiranje terorizma; 9) investiciono društvo, odnosno rukovodilac investicionog društva, ne vrši razuman nadzor nad licem zaposlenim u tom društvu, čije nesavesno poslovanje uzrokuje značajne povrede odredaba ovog zakona, akta Komisije, opštih akata organizatora tržišta ili CRHOV-a; 10) investiciono društvo je otpočelo sa obavljanjem delatnost za koju je dobilo dozvolu, pre nego što Komisiji dostavilo dokaz o članstvu u Fondu za zaštitu investitora ili mu je nakon prijema u članstvo Fonda za zaštitu investitora to

članstvo prestalo (ZTK, čl. 225, st. 1; Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, 2014, čl. 8).

Rešenjem o oduzimanju dozvole za rad, Komisija može odrediti da se neizvršeni nalozi i druga dokumentacija klijenata investicionog društva kojem Komisija oduzima dozvolu prenese na drugo investiciono društvo, uz saglasnost tog klijenta. Kada Komisija privremeno ili trajno oduzme dozvolu za rad investicionom društvu, društvo je dužno da dostavi svim klijentima pisano obaveštenje, tako da klijenti mogu povući svoja sredstva sa računa u investicionom društvu ili da ih prebace u drugo investiciono društvo (ZTK, čl. 227, st. 1–3).

Kada Komisija za hartije od vrednosti oduzme dozvolu za rad investicionom društvu, pokreće se postupak likvidacije ukoliko je društvo solventno, odnosno postupak stečaja ukoliko je društvo insolventno. Ukoliko u toku postupka likvidacije, likvidacioni upravnik utvrdi postojanje stečajnih razloga, obavezan je da bez odlaganja obustavi postupak likvidacije i pokrene stečajni postupak (ZTK, čl. 227, st. 4–5).

6. NADZOR I TRŽIŠNA DISCIPLINA

6.1 PRAVNI DOMAŠAJ NADZORA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Samo usvajanje pravne regulative nije dovoljno, ukoliko je ne prati kontrola primene, koja će omogućiti dalji napredak na polju razvoja institucija i procesa, koji će obezbediti da se ciljevi regulatornog okvira postižu efikasno i konzistentno. U prethodnom periodu insistiralo se da države osnivaju tela za makropreventivni nadzor i okvire koji će podržavati i dopunjavati suštinski mikropreventivne mere (Caruana, 2011:160).

Napore, da se primene nova pravila treba istovremeno da prati stalno nadgledanje. Sveobuhvatan nadzor je neophodan kako bi se omogućilo da investiciona društva posluju pošteno, savesno, u skladu sa pravilima struke, istovremeno primenjujući politike upravljanja rizicima, standarde likvidnosti, te održavajući primeren kapital u svom poslovanju. Takođe, potrebno je rešavati uticaje finansijskih inovacija, kao i rizike regulatorne arbitraže, koje sama regulativa ne može u potpunosti da pokrije. Od nacionalnih regulatornih organa se očekuje da posebno intenzivnije kontrolišu poslovanje najvećih učesnika na tržištima kapitala. Podjednako je bitno da se pojačaju mikro i makropreventivne dimenzije nadzora, kao i način njihove interakcije (Caruana, 2012: 112).⁵⁸

Važna determinanta u procesu redefinisanja uloge nadzora i regulative finansijskih instrumenata jeste saznanje o krhkosti finansijskog sistema kao posledica preterane izloženosti rizicima. Krize tržišta kapitala još od osamdesetih godina 20. veka, procesi

⁵⁸ Uloga nadzornih tela je podjednako značajna kao i usvajanje novih pravila, što su najbolje demonstrirale Australija i Kanada. Uprkos ideji da striktan nadzor ograničava konkurentnost, svetska ekonomska kriza iz 2007. godine je ukazala da finansijski sistemi država sa rigoroznim i konzistentnim nadzorom bolje prolaze (Caruana, 2010: 110).

globalizacije, deregulacije i internacionalizacije tržišta ukazali su da tradicionalni instrumenti kontrole tržišta kapitala nedovoljni u pogledu očuvanja stabilnosti finansijskog sistema u celini. Osetljivost nadzornih vlasti na rizični profil finansijskih posrednika, a posebno na prisustvo netradicionalnih rizika drastično se povećala. To je iziskivalo donošenje novih instrumenata nadzora, kako bi se ojačala kontrola nad učesnicima na tržištu kapitala (Cesarini, 1994: 107).

Dobra regulativa pruža potporu čvrstoj kontroli, a čvrsta kontrola pojačava dobru regulativu. Jedna drugu međusobno pojačavaju i nerealno je očekivati da jedna može biti uspešna bez druge (Sovilj & Stojković Zlatanović, 2017: 352). Ovi principi inkorporirani su u Bazel III standarde, i sledstveno tome, u prateće direktive EU, usvajajući detaljnija pravila kojima se ocenjuje sigurnost i solidnost finansijskih institucija, između ostalih i investicionih društava. Međutim, poslednja velika finansijska kriza nam je ukazala da je isto tako potrebna bolja kontrola koja počinje „osnovnim gradivnim blokovima“, koje predstavljaju Osnovni principi efektivne bankarske supervizije (Ingves, 2013: 152).

Proces kontrole i nadzora nad poslovanjem investicionih društava bazira se na nekoliko principa čiji je cilj unapređenje internih sistema upravljanja rizicima i kontrole: 1) postupak interne procene primerenosti kapitala – investiciono društvo treba da obavlja kontinuiranu internu procenu primerenosti kapitala shodno svom rizičnom profilu i da na osnovu toga definiše strategije za održavanje potrebnog nivoa kapitala; 2) proces nadzora (*Supervisory Review and Evaluation Process*) – u nadležnosti nadzornog organa je da procenjuje strategije investicionih društava, kao i njihovu sposobnost da nadgledaju i obezbede usaglašenost sa regulatornim pokazateljima kapitala. Nadzorni organi mogu preduzeti odgovarajuće mere, ukoliko nisu zadovoljni rezultatima procesa (Ljubić, 2009: 213); 3) kapital iznad minimalnog nivoa – nadzorni organi očekuju od investicionih društava da posluju iznad propisanih minimalnih zahteva za primerenošću kapitala, ali i da traže od društava da poseduju kapital veći od propisanog minimuma shodno svom rizičnom profilu; 4) intervencija nadzornih organa – nadzorni organi su dužni da intervenišu u početnoj fazi, kako bi sprečili da kapital padne ispod minimalnog nivoa neophodnog

da pokrije gubitke kojima je investiciono društvo izloženo u toku poslovanja, ali i da zahtevaju brzu reakciju ako kapital nije na propisanom nivou (Matić, 2010: 168; Basel Committee, 2006: 1–7).

Nadzorni organ obavlja posrednu, dokumentarnu kontrolu poslovanja investicionih društava, proveravajući da li društva poštuju odredbe zakona, podzakonskih akata, odluke nadležnih organa, standarde poslovne prakse, ali i proverava da li društva primenjuju odgovarajuće postupke u svom poslovanju, a koji se odnose na identifikovanje, merenje, praćenje i upravljanje rizicima (Sovilj, 2020: 46–47). Među ključnim ciljevima preventivnog regulisanja investicionih društava jeste neophodnost obezbeđenja sigurnog i poštenog poslovanja ne samo društava, nego i celokupnog finansijskog sistema (Jovanić, 2009: 162). Prvobitno je u nadležnosti nadzornog organa bilo da ustanovi da li je poslovanje investicionog društva usklađeno sa zakonom, odnosno da procenjuje da li su formalno ispunjeni svi zahtevi koji se stavljaju na teret investicionom društvu. Međutim, kako se vremenom povećavao delokrug i složenost poslova investicionog društva, tako se i širila nadležnost nadzornih organa.⁵⁹

Nadgledanje finansijskog tržišta razlikuje se prema vrsti regulatornih institucija. Razlike su uslovljene nivoom razvijenosti tržišta kapitala, ali i istorijskim nasleđem. Postoje tri modela regulacije i nadzora.

Institucionalna ili sektorska regulacija odnosi si se na različite sektore finansijskog tržišta: bankarstvo, brokersko-dilerska društva, investitore, osiguranje, pri čemu svaki od pomenutih sektora reguliše i nadzire posebna institucija: centralna emisiona banka, komisija za hartije od vrednosti, ministarstvo finansija, itd. Finansijske institucije obavljaju nadzor kroz kontrolu ulaska i izlaska učesnika sa tržišta, ali i sprovođenjem nadzora nad poslovanjem učesnika. Kao prednost se ističe specijalizacija regulatornih nadležnosti, dok se kao glavni nedostatak ističe neprilagođenost

⁵⁹ Prema *Mishkin-u* postoji čak devet oblika preventivne kontrole: 1) restrikcije u pogledu sredstava i aktivnosti; 2) razdvajanje bankarstva od ostalih finansijskih sektora – brokersko-dilerska društva, osiguranje; 3) ograničenja konkurencije; 4) kapitalni zahtevi; 5) premija osiguranja depozita zasnovana na riziku; 6) zahtevi u pogledu objavljivanja; 7) izdavanje dozvole; 8) kontrola brokersko-dilerskih društava i banaka; 9) kontrola *versus* regulacija (Mishkin, 2001: 8).

savremenim tendencijama koncentracije poslovanja i formiranje velikih finansijskih institucija, tzv. multiservisnih finansijskih institucija (*one-stop-shops*) (Vasiljević Delić, 2009: 473). Kao primer možemo navesti finansijsko tržište SAD-a, gde čak dve institucije regulišu emisiju i promet hartija od vrednosti, četiri bankarstvo, dok osiguranje potpada pod nadležnost federalnih država. Sektorski pristup u sprovođenju nadzora na tržištu kapitala prihvatile su pojedine zemlje EU poput: Španije, Italije, Portugalije, Grčke, Slovenije, Rumunije i Litvanije.⁶⁰

Jedinstvena ili integrisana regulacija odnosi se na celokupno finansijsko tržište i sve finansijske posrednike, neovisno u kom sektoru tržišta posluju. U ovom modelu jedna institucija kontroliše sve učesnike. Kao prednost ističe se značajna ušteda i smanjenje troškova, kao i sveobuhvatnija kontrola tržišnih rizika, dok se kao nedostatak navodi složena kontrola od strane predstavničkih organa i birokratske zloupotrebe. Ovaj model prvi put je inaugurisan u nordijskim zemljama – Švedskoj i Danskoj (1988–1991). Ovaj koncept sledila je Velika Britanija, koja je 1997. godine uspostavila integrisan nadzor, osnivanjem Uprave za finansijske usluge (FSA). Time je Velika Britanija objedinila nadzor nad sektorom bankarstva, osiguranja i tržišta kapitala „pod jednim krovom“. U međuvremenu, Britanija je odustala od integrisanog pristupa i abolirala FSA.⁶¹ Centralizovan nadzor nad svim učesnicima na finansijskom tržištu, u periodu od 2017. do početka 2023. godine bio je prisutan u Kini.⁶²

⁶⁰ Na primer, u Španiji nadzor nad učesnicima na tržištu kapitala obavlja Nacionalna komisija za berzu (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*), dok u Italiji, nadzor sprovodi Nacionalna komisija za privredna društva i berzu (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) (Veil, 2017: 242).

⁶¹ Zapravo, nadležnosti FSA podeljene su na dva tela – Upravu za prudencijalnu kontrolu (PRA) i Upravu za finansijsko ponašanje (FCA). Uprava za prudencijalnu kontrolu formirana je kao podružnica Banke Engleske i sprovodi prudencijalno regulisanje finansijskih institucija, uključujući banke, značajna investiciona društva i osiguravajuća društva. Upravi za finansijsko ponašanje poveren je nadzor nad poslovanjem svih učesnika na tržištu koji ne potpadaju pod nadležnost Uprave za prudencijalnu regulativu (Veil, 2017: 241–244).

⁶² Uoči i tokom 19. Nacionalnog narodnog kongresa KPK, oktobra 2017. godine osnovan je novi koordinisani nadzor za celokupni finansijski sektor nazvan Finansijski komitet za stabilnost i razvoj (*Financial Stability and Development Committee*). Time je sprovedena sveobuhvatna reforma nadzora nad finansijskim sektorom koji je centralizovan i stavljen pod kontrolu vlade i operativno prepušten Centralnoj banci

Funkcionalna regulacija je posebno usmerena na sistemsku zaštitu, a prevashodno na zaštitu klijenata. Prema ovom modelu jedna institucija obavlja preventivnu kontrolu, dok druga kontrolu obavljanja poslova sa klijentima. Ovaj model nadzora primenjuje se u Australiji još od 1998. godine (Vasiljević & Delić, 2009: 474).

Kada je u posredi regulacija i kontrola domaćeg finansijskog tržišta, zapaža se da je to kombinovani model, u čijoj osnovi preovladava model institucionalne regulacije sa elementima jedinstvene i funkcionalne regulacije. Tako je Narodna banka Srbije ovlašćena da kontroliše banke, osiguravajuća društva i druge finansijske organizacije, ali i pravna lica koja su sa bankom, koja je predmet kontrole, povezana imovinskim, upravljačkim ili poslovnim odnosima. Narodna banka Srbije izdaje dozvole za rad bankama, preduzima niz mera u postupku kontrole poslovanja banaka od obavljanja uvida u poslovne knjige i dokumentaciju, uručivanja pismenih opomena, nalogodavnih pisama, do uvođenje prinudne uprave i oduzimanje dozvole za rad.⁶³ Komisija za hartije od vrednosti obavlja kontrolu brokersko-dilerskih društava, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, investicionih fondova i društava za upravljanje. Komisija izdaje i oduzima dozvole za rad brokersko-dilerskim društvima, proverava zakonitost i pravilnost poslovanja učesnika na tržištu, sprovodi istrage, preduzima upravne mere (Jovanović, 2009: 219–220). Model podeljene nadležnosti, takođe se ispoljava prilikom sprovođenja nadzora nad emisijom i prometom digitalne imovine. Naime, nadležnost Narodne banke Srbije odnosi se na odlučivanje u upravnim postupcima, donošenje

(*People's Bank of China*). Do tada, nadzor nad kineskim finansijskim sektorom bio je podeljen između Centralne banke i tri odvojena nadzorna tela za banke, osiguravajuća društva i trgovinu hartijama od vrednosti (Zhang, 2018: 217). Početkom 2023. godine predloženo je osnivanje novog regulatornog tela, Nacionalne finansijske regulatorne administracije, u nastojanju da se obuzdaju velike korporativne i finansijske institucije koje mogu prouzrokovati sistemske rizike u regulatornoj arbitraži.

⁶³ U naučnim krugovima, neretko se raspravljalo da li kontrolu banaka treba ili ne treba da sprovodi centralna emisiona banka. Preovladalo je mišljenje da u zemljama u tranziciji integracija kontrole banaka u centralnoj banci pruža nadzornim organima bolje uslove za osposobljavanje, povoljnije okruženje, nezavisnost. U zemljama u okruženju, ali i u drugim evropskim zemljama poput Španije, Italije, Češke i Slovačke, kontrola banaka je u nadležnosti centralnih banaka. U Austriji kontrolu banaka obavlja pravno lice obrazovano zakonom, dok u Mađarskoj kontrolu sprovodi Mađarska finansijska kontrolna agencija, koja je osnovana 1999. godine i pod nadzorom je ministarstva finansijska (Veljić, 2004: 980–982).

podzakonskih akata, nadzor nad obavljanjem poslova i ostvarivanje drugih prava i obaveza nadzornog organa u delu koji se odnosi na virtuelne valute kao vrstu digitalne imovine. S druge strane, nadležnost Komisije za hartije od vrednosti odnosi se na odlučivanje u upravnim postupcima, donošenje podzakonskih akata, nadzor nad obavljanjem poslova i ostvarivanje drugih prava i obaveza nadzornog organa u delu koji se odnosi na digitalne tokene kao vrstu digitalne imovine, kao i u delu koji se odnosi na digitalnu imovinu koja ima odlike hartija od vrednosti. U sprovođenju nadzora, Komisija za hartije od vrednosti i Narodna banka Srbije su dužne da međusobno sarađuju i razmenjuju informacije (Zakon o digitalnoj imovini, čl. 10).

Kao posledica finansijske krize 2007. godine, među državama članicama EU bila je izražena tendencija da se reformišu dotadašnji sistem nadzora na tržištu kapitala, razdvajanjem kontrole poslovanja i prudencijalne kontrole. Premda ova ideja nije nova u stručnoj javnosti, zamah je dobila u toku finansijske krize. Prudencijalna kontrola odnosila bi se na kontrolu solventnosti investicionih društava, dok bi kontrola poslovanja pratila usklađenost investicionih društava sa pravilima ponašanja i organizacionim zahtevima. Ovakva struktura nadzora naziva se shema sa dvostrukim vrhovima (*twin peaks scheme*) (Taylor, 1995: 2). Razlog iniciranja podeljene kontrole je sprečavanje sistemskih rizika u oblasti prudencijalne kontrole. Ovaj podeljeni pristup prva je uvela Holandija 2007. godine. Uprava za finansijska tržišta Holandije (AFM) preuzela je sprovođenje nadzora poslovanja nad svim sektorima, dok je nacionalna centralna banka ostala nadležna za sprovođenje prudencijalne kontrole. Pomenuti pristup sledile su Belgija i Francuska. Francuska je 2010. godine reformisala strukturu nadzora finansijskog sektora – prudencijalna kontrola poverena je Upravi za prudencijalni nadzor (ACP), dok je sprovođenje nadzora nad poslovanjem finansijskih institucija povereno Upravi za finansijska tržišta (AMF) (Veil, 2017: 243).

U cilju smanjenja rizika i mogućnosti gubitaka u poslovanju sa kojima se suočavaju investiciona društva, mikropreventivni pristup preporučuje ispunjenje nekoliko zahteva: 1) povećanje minimalnog kapitala, kao obezbeđenje za preuzimanje rizika u trgovini hartijama od vrednosti; 2) formiranje kapitalnih standarda

prilagođenih cikličnom kretanju tržišta; 3) primena visokih standarda likvidnosti, kako bi se izbegla nelikvidnost u trenucima krize; 4) konsolidovana kontrola poslovanja finansijskih konglomerata; 5) promena načina obavljanja kontrole nad poslovanjem učesnika na tržištu, od tzv. kontrole zasnovane na principima, do konzistentnije, rigoroznije kontrole, koja pre svega mora imati preventivan karakter (Vasiljević & Delić, 2010: 241).

6.2 PRETNJA SISTEMSKOG RIZIKA – POJAČANA OPREZNOST NADZORNIH ORGANA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Slabosti u upravljanju rizicima investicionih društava mogu doprineti preteranom i nerazumnom preuzimanju rizika u finansijskom sektoru. Dalje, to može dovesti do propasti pojedinih investicionih društava i sistemskih problema kako u granicama jedne države, tako i na globalnom nivou. Upravo iz te međupovezanosti i zajedničke izloženosti pojedinačnih investicionih društava proizilazi sistemski rizik. Sistemski rizik pretpostavlja višestruku povezanost svih učesnika na tržištu kapitala. Ova povezanost za rezultat može imati olakšano prenošenje finansijske nestabilnosti sa jednog nacionalnog finansijskog tržišta na druga kroz: 1) finansijske tokove – teškoće likvidnosti jednog investicionog društva može prouzrokovati nelikvidnost drugih društava, kojima oni duguju, 2) psihološke faktore, uglavnom vezane za strah klijenata (investitora) od budućih kretanja na tržištu, volatilnosti cena finansijskih instrumenata, kao i nepoverenje u normalno funkcionisanje finansijskog tržišta (Radosavljević, 2013: 70).

Sistemski rizik možemo definisati kao rizik od poremećaja u pružanju investicionih usluga i obavljanja investicionih aktivnosti investicionih društava, koji je izazvan problemom u čitavom finansijskom sistemu ili njegovom delu i koji ima mogućnost da ostavi ozbiljne negativne posledice na realni sektor. Prvi deo navedene definicije podrazumeva da je određeni deo finansijskih usluga trenutno nedostupan, ili da je trošak pružanja tih usluga naglo porastao, nezavisno da li poremećaj ima svoj izvor u samom finansijskom sistemu ili je spoljnjeg karaktera. Drugi element

podrazumeva negativne posledice na realni sektor koji se ogleda u smanjenju privredne aktivnosti. Potrebno je da se kumulativno ispunе obа uslova, kako bismo imali sistemski rizik.⁶⁴

Nasuprot pojedinačnim rizicima (npr. kreditni, tržišni, operativni rizici), koji se širenjem tržišta mogu smanjiti putem diversifikacije, sekjuritizacije i slično, sistemski rizik se sa finansijskom integracijom povećava. Sistemski rizik predstavlja oblik tržišnih poremećaja; investiciona društva u procene rizika i potencijalnog gubitka ugrađuju samo svoje pojedinačne troškove, a ne i društvene troškove (Vasiljević & Radosavljević, 2012: 310).

Sistemski rizik podrazumeva rizik od poremećaja u finansijskom sistemu, koji ima potencijal da prouzrokuje ozbiljne negativne posledice za unutrašnje tržište i privredu jedne zemlje. Sve vrste finansijskih posrednika, tržišta i infrastrukture mogu u izvesnoj meri biti pogođeni sistemskim rizikom (Regulation (EU) No 1092/2010, čl. 2). Sistemski rizik jeste rizik koji ugrožava ceo finansijski sistem (ili bar njegov veći deo), a prema posledicama i celokupnu privredu. Ovaj rizik nastaje iz specifičnog karaktera finansijskog posredovanja koje obavljaju investiciona društva – ročne transformacije finansijske aktive i pasive i međusobne povezanosti investicionih društava, kako uzajamnim vezama u obezbeđivanju likvidnosti, tako i poverenjem investitora. Stoga se može reći da je sistemski rizik koncentrisani rizik finansijskog sektora (Vasiljević & Delić, 2010: 237).

Prema Vokeru (*Paul Volcker*), nekadašnjem predsedniku Federalnih rezervi SAD-a (FED), sistemski rizik se pojavljuje kada postoje uslovi koji prete prelivanjem ili širenjem problema sa jedne finansijske institucije na druge institucije i/ili tržišta.⁶⁵

⁶⁴ Dostupno na: http://www.nbs.rs/internet/latinica/18/18_4/index.html. Pristupljeno: 31. 5. 2022.

⁶⁵ Samo poslednju deceniju 20. veka obeležilo je više sistemskih kriza: 1990. – slom japanskog tržišta; 1994. – promena kamatnih stopa na američkom tržištu; 1994/95. – kriza meksičke valute; 1995. – kriza u Latinskoj Americi; 1997. – azijska kriza; 1998. – ruska kriza i slom hedž fonda *LTCM*; 1999. – kriza u Brazilu; 2000. – slom američkog tehnološkog tržišta; 2001. – argentinska kriza (Latković, 2002: 467). Naročito spektakularan slom doživeo je *LTCM – Long-Term Capital Management*, hedž fond u SAD-u koji je koristio strategije trgovanja kao što je arbitraž sa fiksnim prihodom, statistička arbitraž i trgovanje uparenim akcijama, kombinovano sa visokim leverage-om. Nakon enormnog početnog uspeha sa godišnjim prinosom od preko 40%, fond je tokom 1998. godine izgubio 4,6 milijardi dolara za manje od četiri meseca,

Suštinski, sistemski rizik predstavlja rizik od nastanka jakog sistemskog događaja. Do takvog događaja mogu dovesti egzogeni poremećaji, koji se pojavljuju izvan finansijskog sistema i endogeni, koji dolazi unutar finansijskog sistema. Sistemski rizik može se javiti u tri osnovna oblika: rizik od preliivanja/širenja problema (*contagion risk*), rizik od makro šoka i rizik od rešavanja nagomilanih neravnoteža. Ovi pojavni oblici sistemskog rizika nisu međusobno isključivi i mogu se pojaviti nezavisno ili povezano (Vračarić, 2010: 320–321).

Na sistemski rizik mogu uticati različite okolnosti, koje negativno utiču na alokativnu funkciju tržišta kapitala (asimetrične informacije, eksterni efekti, nekompletna tržišta, špekulativni mehur) i koje za posledicu imaju ciklično kretanje likvidnosti ili kredita na finansijskom tržištu i koncentraciju rizika u pojedinim finansijskim instrumentima ili tržištima, koji su visoko povezani unutar i izvan nacionalnih granica (Vasiljević & Radosavljević, 2012: 310).

Upravo je svetska ekonomska kriza istakla da sistemski rizik nije izvan funkcionisanja finansijskih tržišta i da sistemski rizici nisu slučajni efekti nekih spoljnih događaja, poput pada meteora. Sledstveno tome, pravila koja su predložena Bazel III standardima, i koja su inkorporirana u predmetne direktive EU, nalažu investicionim društvima da obezbede primerene rezerve i kapitalne ublaživače u dobrim vremenima, kako bi ih mogli iskoristiti u lošim vremenima. Na ovaj način se ublažava procikličnost rizika u finansijskom sistemu, odnosno vremenska dimenzija sistemskog rizika (*Time dimension*). Osim toga, sistemski rizik ima i poprečnu dimenziju (*Cross sectional dimension*), koja proizilazi iz povezanosti investicionih društava, koja su iz tog razloga osetljiva na širenje rizika koji pogađa druge učesnike na tržištu (Caruana, 2010: 106). Navedena cikličnost podrazumeva u uzlaznoj fazi rast tolerancije prema riziku od strane investicionih društava, zaduživanja, likvidnosti, cena hartija od vrednosti, pri čemu je moguće preuveličavanje

nakon ruske finansijske krize. Fond je propao tokom 2000. godine (Claessens, 2009: 14). Veliki finansijski kolaps doživeo je i Japan, iako jedna od vodećih zemalja na tržištu kapitala. Početkom 1997. godine, četiri najveća brokersko-dilerska društva *Yamichi Securities*, kao i sedam najvećih brokera *Sanyo Securities*, zatvorena su usled velikih gubitaka. Finansijski slom se proširio i na ostale dalekoistočne azijske zemlje (Spanakos, 2000: 243).

vrednosti imovine društava, dok u silaznoj fazi preovladava obrnuti smer, kada dolazi do jačanja neizvesnosti na tržištu kapitala, razduživanja, naglog smanjenja likvidnosti investicionih društava, naglog pada cena hartija od vrednosti i celokupne imovine društava, što neminovno vodi ka finansijskoj krizi.⁶⁶

U naučnoj i stručnoj javnosti ističe se da finansijska reforma ne može biti uspešna, ako se ne utiče na smanjenje sistemskog rizika, a posebno rešavanje problema „suviše veliki da bi propali“ (*too-big-to-fail*). Zaštita od sistemskog rizika predstavlja okosnicu reformi globalnog regulatornog sistema, čiji je cilj sprečavanje ili ublažavanje potencijalno novih finansijskih kriza. U cilju ublažavanja sistemskog rizika i eliminisanju problema „suviše velike da bi propali“ predlaže se nekoliko pristupa za rešenje problema: 1) smanjenje veličine velikih finansijskih institucija (između ostalog, investicionih društava, investicionih banaka, hedž fondova) i ograničenje njihovih aktivnosti; 2) izdvajanje visoko rizičnih trgovačkih i investicionih aktivnosti iz velikih finansijskih institucija; 3) opstajanje velikih finansijskih institucija uz ispunjenje dodatnih zahteva u pogledu strukture kapitala i standarda likvidnosti (Vračarić, 2010: 324).

Direktiva o adekvatnosti kapitala ostavlja mogućnost državama članicama da zahtevaju od određenih, sistemski važnih investicionih društava da pored ublaživača konzervacije kapitala i kontracikličnog ublaživača kapitala obezbede i zaštitni sloj za sistemski rizik. Svrha uvođenja ovog zaštitnog sloja je sprečavanje i smanjenje dugoročnih necikličnih sistemskih rizika koji bi mogli imati ozbiljne negativne posledice na finansijski sistem i ekonomiju jedne zemlje. Od investicionih društava može se zahtevati da održavaju zaštitni sloj za sistemski rizik u visini od najmanje 1% u okviru redovnog osnovnog kapitala (Direktiva o adekvatnosti kapitala, 2013, čl. 1, tač. 85, čl. 133).

Kako bi se pristupilo usvajanju predloženih rešenja, prethodno je potrebno odrediti sistemski važna investiciona društva na nacionalnom nivou. U otklanjanju problema sistemski važnih investicionih društava predložimo sledeća rešenja: 1) razvijanje metodologije za određivanje ovih društava; 2) utvrđivanje

⁶⁶ Dostupno na: http://www.nbs.rs/internet/latinica/18/18_4/index.html. Pristupljeno: 31. 5. 2022.

dodatnih kapitalnih zahteva za ova investiciona društva, u cilju jačanja njihovog kapaciteta za podnošenje potencijalnih gubitaka u poslovanju; 3) kreiranje posebnog režima nadzora za ova društva; 4) razvijanje posebnog režima efikasnog restrukturiranja ovih društava, imajući u vidu, *inter alia*, njihovu veličinu, delokrug i obim poslovanja, kompleksnost poslova, povezanost sa drugim društvima, uključujući i njihov prestanak, ukoliko njihov prestanak ne bi izazvao negativne posledice na finansijski sistem zemlje.

Samu pojavu sistemskog rizika je teško unapred predvideti, posebno zbog specifičnosti tržišta kapitala, kao mreže međusobno povezanih učesnika, složenosti finansijskih instrumenata i izjednačavanje rizika u različitim segmentima tržišta. Tome, takođe, doprinosi i pojava moralnog hazarda na tržištu, koja se ogleda u preuzimanju rizika koji se ne može pokriti kapitalom investicionih društava, naročito onih sa značajnim tržišnim učešćem (Selody, 2011: 23–28).

Jedan od uzroka sistemskog rizika jeste i nedoslednost i nekonzistentnost pravnog položaja investicionih društava na tržištu kapitala, što može doprineti povećanju pravne nesigurnosti u ovoj oblasti. U nedostatku jedinstvenih pravila, investiciona društva su primorana da sama istražuju pravne sisteme onih zemalja na čijim tržištima posluju, kako bi ustanovili pravna dejstva posla raspolaganja finansijskim instrumentima. U takvoj situaciji može se desiti da su pravni sistemi neusklađeni, te da pravne posledice ugovorenog posla ostanu neizvesne ili pogubne za investiciona društva (Radović, 2011: 122). Eklaktan primer je tržište kapitala EU, koje uprkos proklamovanju i harmonizovanju pravila, i dalje ostaje fragmentisano, kao zbir pojedinačnih nacionalnih tržišta unutar EU. Stoga se zaključuje da bi dalja harmonizacija propisa pravnog položaja investicionih društava doprinela ne samo smanjenju sistemskog rizika, već i povećanju stabilnosti i efikasnosti tržišta kapitala.

Smanjenje sistemskog rizika može se postići preventivnim standardima, kontrolisanjem špekulativnog kapitala, sprečavanjem domino efekta, diferencijacijom rizika i sprečavanjem sloma tržišta kapitala, koji može izazvati nestabilnost celog finansijskog sistema. U uslovima učestalih finansijskih kriza i velikih turbulencija, rizici se poput epidemija šire sa jednog kraja sveta na drugi,

na šta ukazuju brojni primeri nedavnih kriza u zemljama sa naglim razvojem finansijskog tržišta (Janković, 2010: 275). Na kraju, osim adekvatne procene rizika, neophodni su i validni podaci koje ne prikupljaju samo investiciona društva, već i druge institucije. Upravo je Evropska uprava za nadzor krajem 2016. godine objavila tzv. Velike podatke koji se odnose na prikupljanje i pohranjivanje enormnog broja podataka na osnovu kojih će se procenjivati budućí događaji (Čolović, 2018: 327–328).

I naš zakonodavac je među osnovnim ciljevima usvajanja Zakona o tržištu kapitala istakao smanjenje sistemskog rizika, čime se nastojalo održati korak sa globalnim trendom reformisanja regulative finansijskog tržišta, s obzirom na to da se sistemskom riziku nije posvećivalo dovoljno pažnje sve do izbijanja finansijske krize 2007. godine (Labudović Stanković, 2012: 367).

6.3 INSTITUCIJE ZA SPROVOĐENJE NADZORA U EVROPSKOJ UNIJI

Globalna ekonomska kriza, nastala tokom 2007. godine, ukazala je na osnovne slabosti funkcionisanja regulacije i propuste u sprovođenju kontrole i nadzora finansijskog sistema kako i u finansijskim centrima moći poput SAD-a, EU, tako i drugim zemljama širom sveta. Kriza je posebno pogodila pojedine članice EU, a uz krizu javnog duga, sve ukazuje da je finansijska integracija EU dovela do sistemskog rizika, ali i da je postojeća regulativa bila nedovoljna da pomenuti rizik identifikuje, ublaži i eliminiše posledice po finansijsku stabilnost. Zamah evropskih finansijskih integracija i jedinstveno tržište finansijskih usluga su u određenoj meri, usled nedostatka robusnog nadzornog okvira, nesvesno doprineli prelivanju krize na zemlje članice EU (Momirović, 2012: 84).

Postojeća regulativa i regulatorne institucije nisu bile u stanju da isprate ubrzane promene na finansijskom tržištu. Kao glavna nedoslednost ističe se globalni karakter finansijskih tržišta i međunarodno obeležje većine investicionih društava nasuprot nadležnostima nadzornih organa koji su bili u domenu država članica. Jedinstveno evropsko tržište finansijskih usluga nije imalo i jedinstvenu vlast za finansijski nadzor na nivo EU (Dabrowski, 2009: 19).

Iz tog razloga nije bilo moguće sprovesti efikasnu preventivnu kontrolu i nadzor nad investicionim društvima sa velikim obimom prekograničnog poslovanja. Takođe, nije bilo ni mehanizama za rano upozorenje na sistemski rizik, nedostajala su pravila nadzora i kontrole za integrisano tržište EU. Osim toga, nije postojala ni odgovarajuća saradnja među nacionalnim regulatornim telima, dok koordinativna tela na nivou EU (komiteti za sprovođenje nadzora nad određenim segmentima tržišta) nisu bila nadležna da donose propise za integrisano tržište, kao ni da sprovode odluke (Vasiljević & Radosavljević, 2012: 311–312). Rasplamsavanje svetske ekonomske krize i definisanje odgovora država članica na krizu Evrozone, iniciralo je osnivanje novih agencija, u čijoj je nadležnosti sprovođenje kontrole i nadzora na nivou EU (Milenković, 2019: 21).

Preporuke De Larozijerove grupe usvojene su u evropsko zakonodavstvo, čime je kreirana nova struktura nadzora i kontrole na nivou EU, koja u osnovi sadrži četiri elementa: 1) regulisanje aktivnosti pojedinih učesnika na tržištu (pre svega, sistemski važnih finansijskih institucija), kao i pojedinih složenih finansijskih instrumenata; 2) osnivanje Evropskog odbora za sistemski rizik, kao makropreventivnog regulatora; 3) osnivanje Evropskog sistema za finansijski nadzor, kao mikropreventivnog regulatornog tela, u čijoj je nadležnosti kontrola pojedinih segmenata jedinstvenog finansijskog tržišta; 4) usvajanje pravila za saniranje sistemski važnih investicionih društava koja imaju poteškoća u poslovanju, kako bi se sprečilo dalje prenošenje krize na druge učesnike na tržištu (Radosavljević, 2013: 232). Paralelno sa finansijskom reformom u EU i u SAD je u junu 2009. godine, u okviru predloga za regulatornu reformu, Ministarstvo finansija najavilo osnivanje Saveta za nadzor finansijskih usluga.⁶⁷

⁶⁷ Američki Savet za nadzor finansijskih usluga zadužen je za nadzor sistemskog rizika, tj. za identifikovanje nastalih rizika, kao i nedostataka u regulaciji, o čemu će obavestavati sva relevantna nadzorna tela, koja će preduzimati valjane mere i koordinisati tim merama. Savet će biti ovlašćen da traži periodične izveštaje od bilo koje američke finansijske kompanije, kako bi procenio stepen pretnji nastalih u finansijskim aktivnostima ili na finansijskim tržištima u kojima učestvuju te kompanije. Takođe, Savet može predložiti bilo koju finansijsku kompaniju da se označi kao „Finansijska holding kompanija sa prvim nivoom kapitala”. U pitanju su finansijske kompanije koje se smatraju sistemski važne zbog svoje veličine, međupovezanosti, te će stoga biti pod okriljem konsolidovanog nadzora od strane FED-a (Vračarić, 2010: 323).

6.3.1 Evropski odbor za sistemski rizik

Evropski odbor za sistemski rizik (ESRB) je nezavisna organizacija, nadležna za vođenje makropreventivnog nadzora u Evropskoj uniji. Osnovni zadatak odbora je očuvanje finansijske stabilnosti u EU primenom makropreventivnog nadzora, kao i zaštita od sistemskog rizika. Odbor je odgovoran za sprečavanje ili ublažavanje sistemskog rizika, koji može nastati razvojem finansijskog sistema. Osim toga, objavljuje analize i projekcije potencijalnih scenarija na osnovu makroekonomskih kretanja, kako bi se utvrdila osetljivost sistema na eventualne finansijske šokove i izbegli periodi finansijskih problema (Momirović, 2012: 88; Ojo, 2012: 5).

U nadležnosti Evropskog odbora za sistemski rizik su sledeći poslovi: 1) praćenje, prikupljanje i analiziranje svih relevantnih informacija kako bi se omogućio efikasan preventivni nadzor; 2) identifikovanje i sistematizovanje rizika prema prioritetima; 3) izdavanje upozorenja u javnosti o svim rizicima koji mogu biti značajni za narušavanje finansijske stabilnosti; 4) izdavanje preporuka u cilju otklanjanja i ograničavanja finansijskih problema; 5) praćenje i sprovođenje izdatih upozorenja i preporuka na opasnost od sistemskog rizika; 6) saradnja sa Evropskim sistemom za finansijski nadzor, razvijanje kvantitativnih i kvalitativnih indikatora za identifikovanje i merenje sistemskog rizika, obavljanje stres testova; 7) izdavanje poverljivih upozorenja Savetu; 8) saradnja sa svim međunarodno značajnim finansijskim organizacijama, poput MMF-a, kao i drugim relevantnim telima nadležnim za makropreventivni nadzor (Regulation (EU) No 1092/2010, čl. 3).

Evropski odbor za sistemski rizik nije pravno lice, iako je i prema De Larozijerovom izveštaju (*de Larosière Report*) i dokumentima Evropske komisije tretiran kao pravno lice. Odbor predstavlja forum za koordinisanje preventivnog nadzora na nivou Evropske unije. Odbor nema formalna ovlašćenja poput drugih institucija u Evropskoj uniji. Uloga odbora kao nadzornog organa temelji se na „mekom pristupu“ (*soft law*). Njegova nadležnost svodi se na identifikovanje sistemskog rizika kroz analizu podataka dobijenih od drugih organa koji čine Evropski sistem za finansijski nadzor (De Sousa e Alvim, 2011: 16–17). Odbor nema ovlašćenja za

direktnu primenu svojih akata, te se mora obratiti Savetu EU. Odbor je osnovan pod okriljem Evropske centralne banke, s obzirom na njenu stručnost i na čelu odbora je predsednik Banke, koji će predsedavati odborom prvih pet godina po njegovom osnivanju (Radosavljević, 2013: 234).

Evropski odbor za sistemski rizik ima složenu unutrašnju strukturu, koju čini nekoliko tela. Glavni odbor (*General Board*) ustanovljava pravila i procedure, kako bi Odbor mogao da izvršava neophodne odluke pri obavljanju svojih zadataka. Upravni odbor (*Steering Committee*) priprema sednice glavnog odbora, priprema dokumenta o kojima će se diskutovati, prati ostvareni napredak Odbora u tekućim aktivnostima. Savetodavni naučni odbor (*Advisory Scientific Committee*) pruža naučne savete, dok Savetodavni tehnički odbor (*Advisory Technical Committee*) pruža tehničke savete. Osoblje Sekretarijata obezbeđuje Evropska centralna banka i ono je zaduženo za sprovođenje svakodnevnih poslova (npr. prikupljanje, procesuiranje i analiziranje informacija) (De Sousa e Alvim, 2011: 17).

Na osnovu prethodno izloženog, može se zaključiti da osnivanje Evropskog odbora za sistemski rizik, osnivanje stabilizacionih fondova, prihvatanje pravila vezanih za makro i mikro-preventivnu regulativu, usvajanje pravila o budžetskoj disciplini i koordinaciji ekonomske politike mogu doprineti poboljšanju nadzora nad učesnicima na tržištu kapitala, eliminisanjem problema sistemskog rizika, te nastojanju sprečavanja, ili makar ublažavanja potencijalno novih finansijskih kriza unutar EU, a i šire (Vasiljević & Radosavljević, 2012: 315).

6.3.2 Evropski sistem za finansijski nadzor

Evropski sistem za finansijski nadzor (ESFS) predstavlja integrisani sistem Evropskog sistema finansijskog nadzora. Evropski sistem se sastoji od mreže nacionalnih finansijskih nadzornika koji uzajamno sarađuju sa Evropskom upravom za nadzor (ESA) u cilju jačanja odgovornosti, kombinujući nacionalno zasnovan nadzor nad finansijskim učesnicima sa određenim zadacima na nivou EU. Osnovna svrha Evropskog sistema za finansijski nadzor jeste da

doprinese harmonizaciji pravila i omogućiti koherentniji nadzor nad investicionim društvima (Momirović, 2010: 277).

Među glavnim ciljevima osnivanja Evropskog sistema za finansijski nadzor ističe se: postizanje poverenja u finansijski sistem, doprinos razvoju jedinstvenih propisa, rešavanje problema prekograničnog poslovanja investicionih društava, ograničavanje i sprečavanje nagomilavanja rizika koji ugrožavaju stabilnost celokupnog finansijskog sistema.

Evropski sistem za finansijski nadzor sastoji se od tri mikropreventivne uprave za nadgledanje finansijskih institucija: 1) Evropska uprava za bankarstvo (EBA); 2) Evropska uprava za osiguranje i penzijske fondove (EIOPA); 3) Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržišta (ESMA). Osim ove tri uprave, postoji i Zajednički komitet evropskih nadzornih uprava (JCESA), kao koordinator Evropske nadzorne uprave i nadležni nadzorni organi u državama članicama EU (Schinasi, 2011: 18).

Zajednički komitet evropskih nadzornih uprava osnovan je kako bi obezbedio forum u okviru kojeg će ESA saradivati na promovisanju međusektorske konzistentnosti rada i zajedničkih pozicija gde god je to moguće: nadzor nad finansijskim konglomeratima, računovodstvo i revizija, međusektorski razvoj, mikropreventivne analize, mere u sprečavanju pranja novca, kao i razmena informacija sa Evropskim odborom za sistemski rizik (Momirović, 2012: 96).

Prethodno navedene tri mikropreventivne uprave zamenjuju tri postojeća Lamfalusijeva komiteta (*Lamfalussy committees*). Shodno tome, osnivanje novih nadzornih uprava treba posmatrati kao sledeći korak u daljem unapređenju saradnje između nacionalnih nadzornih organa, a ne kao centralizovan nadzorni organ. U principu, svaka od tri nadzorne uprave ima sledeće odgovornosti da: uspostavi jedinstveni set usaglašenih pravila, obezbedi doslednu primenu pravila EU, upravlja smanjenjem neslaganja između nacionalnih nadzornih organa, uključujući i postupak poravnanja, izdaje preporuke ukoliko postoji očigledno kršenje propisa EU, kreira zajedničku nadzornu kulturu i konzistentnu nadzornu praksu, poseduje puna nadzorna ovlašćenja za pojedine specifične subjekte, obezbedi koordinisan odgovor u kriznim situacijama i prikuplja mikropreventivne informacije (Schinasi, 2011: 19).

Evropska uprava za bankarstvo preuzela je sve postojeće obaveze od Evropskog komiteta supervizora za bankarstvo (CEBS) u cilju unapređenja funkcionisanja jedinstvenog tržišta EU i pružanju efektivnijeg, pouzdanijeg i konzistentnijeg nivoa regulacije i nadzora u okviru svoje nadležnosti, kao i zaštite javnog interesa. Zadaci Evropske uprave za bankarstvo jesu: jačanje međunarodne koordinacije nadzora, sprečavanje regulatorne arbitraže, promovisanje jednakih uslova tržišne utakmice, obezbeđenje da preuzimanje kreditnog i ostalih rizika bude pažljivo regulisano i kontrolisano, pojačana zaštita deponenata, investitora i ostalih korisnika finansijskih usluga (Regulation (EU) No 1093/2010, čl. 1).

Evropska uprava za osiguranje i penzijske fondove preuzela je sve tekuće poslove od Evropskog komiteta supervizora za osiguranje i penzije (CEIOPS). Cilj uprave je da obezbedi: celovito, transparentno i uredno funkcionisanje finansijskog tržišta, preuzimanje rizika u vezi sa osiguranjem, reosiguranjem uređuje i nadzire na odgovarajući način, poboljšanu zaštitu osiguranika, penzijskih shema i ostalih korisnika usluga (Regulation (EU) No 1094/2010, čl. 1).

Evropski nadzorni organ za hartije od vrednosti i tržišta preuzeo je sve tekuće poslove od nekadašnjeg Evropskog regulatornog komiteta za hartija od vrednosti (CESR). Ova nadzorna uprava nadležna je za doslednu primenu usvojenih pravila, podsticanje konvergencije u oblasti nadzora između nacionalnih nadzornih tela za hartije od vrednosti, saopštavanje mišljenja Evropskom parlamentu, Savetu i Komisiji, sprovođenju ekonomskih analiza tržišta, a posebnu pažnju posvećuje identifikovanju sistemskog rizika (Regulation (EU) No 1095/2010, čl. 1).

Nadzorne uprave su odgovorne Evropskom parlamentu i Savetu. Imaju status pravnog lica i administrativnu i finansijsku autonomiju. Upravljačku strukturu čini Odbor nadzornika koji je glavni organ i on donosi odluke. Uprava je sastavljena od šefova relevantnih nacionalnih nadzornih organa iz svake države članice, sa pravom glasa (Momirović, 2012: 100).

6.3.3 Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržište kapitala

Uprkos najnovijim tendencijama u pravcu produblivanja i uspostavljanja unije tržišta kapitala EU, nadzor nad tržištem kapitala uglavnom vrše države članice. Nadležnost Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržišta još uvek je prilično ograničen. Evropske direktive posebno sadrže samo ograničene odredbe o strukturi nacionalnih nadležnih nadzornih organa (*national competent supervisory authorities*) država članica. Stoga, ne iznenađuje da se nacionalni koncepti nadzora razlikuju među državama članicama EU, iako su nedavne reforme evropskog zakonodavstva o tržištu kapitala rezultirale značajno većom harmonizacijom ovlašćenja nacionalnih nadležnih organa (Veil, 2017: 236).

U pogledu institucionalne organizacije nacionalnih nadzornih sistema, evropsko pravo zahteva da države članice odrede jedinstvene nacionalne administrativne organe u čijoj nadležnosti je poštovanje primene odredaba Uredbe o zloupotrebi tržišta (*Market Abuse Regulation*), Direktive o prospektu (*Prospectus Directive*) i Direktive o transparentnosti (*Transparency Directive*). S druge strane, uprkos brojnim stručnim i političkim debatama o reformi evropskog zakonodavstva o tržištu kapitala nakon finansijske krize, nije postignuto koherentno rešenje o formiranju nadnacionalnog tela za nadzor tržišta kapitala. Imajući u vidu opštu tendenciju ka maksimalnoj harmonizaciji propisa, ovo izgleda iznenađujuće. Međutim, dizajn nacionalnih nadzornih institucija se odnosi na suštinu nacionalnog suvereniteta, te je sasvim opravdano očekivati da će i nadalje biti pružen otpor ka maksimalnoj harmonizaciji (Veil, 2017: 237).

Uzimajući u obzir fragmentisanost evropskog tržišta kapitala, sledstveno tome i sprovođenje nadzora nad učesnicima, ključna uloga Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržište je koordinisanje i kontrola nadležnih nacionalnih nadzornih organa. Aktuelni koncept evropskog sistema nadzora ne predviđa da ESMA ima direktna ovlašćenja u odnosu na emitente i učesnike na tržištu kapitala. Naprotiv, neposredni nadzor nad učesnicima na tržištu kapitala ostaje u nadležnosti nacionalnih nadzornih tela. Dužnost ESME ogleda se u koordinaciji nacionalnih nadzornih tela

kako bi se obezbedio dosledan i koherentan nadzor tržišta kapitala u EU (Veil, 2017: 256). Naročito visok stepen saradnje neophodan je u pitanjima koja se odnose na nadzor investicionih društava i odobravanje prospekta hartija od vrednosti. Ipak, država članica u kojoj je osnovano investiciono društvo, ili njegova filijala, odgovorna je za sprovođenje nadzora nad tim društvom, odnosno filijalom. Direktiva i Uredba o tržištima finansijskih instrumenata iz 2014. godine detaljno uređuje saradnju između nacionalnih nadzornih tela i ESME. Članom 35 Uredbe o tržištima finansijskih instrumenata (MiFIR) omogućava se ESMI da potražuje informacije od nadležnih nadzornih organa država članica kako bi izvršila sopstvene nadzorne dužnosti (Regulation (EU) No 600/2014, čl. 35). Nacionalni nadzorni organ može odbiti da postupi po zahtevu ESME za saradnju samo ako bi to imalo negativne reperkusije na njegov suverenitet, bezbednost ili javnu politiku, odnosno, ukoliko je već pokrenut sudski postupak u predmetnoj stvari ili, ako je o tome već doneta pravosnažna presuda od strane odgovarajućih nacionalnih sudova (Veil, 2017: 248).

U izuzetnim situacijama, regulativa ovlašćuje ESMU da neposredno interveniše prema pojedinačnim učesnicima na tržištu. Tako ESMA može izdati upozorenje u slučaju da određena aktivnost investicionog društva predstavlja ozbiljnu pretnju nadzornim ciljevima. Prvi put od osnivanja, ESMA je iskoristila ovu mogućnost 2012. godine, izdajući upozorenje društvu koje je neovlašćeno nudilo devizne investicije (Veil, 2017: 260). Shodno odredbi ESMA regulative, ESMA može privremeno zabraniti ili ograničiti određene finansijske aktivnosti ukoliko one ugrožavaju uredno funkcionisanje i integritet tržišta kapitala ili stabilnost celog ili dela finansijskog sistema u EU (Regulation (EU) No 1095/2010, čl. 9, par. 5).

Na kraju, treba pomenuti da su u pravnoj literaturi bili podeljeni stavovi po pitanju osnivanja Evropskog nadzornog tela za hartije od vrednosti i tržište. Pojedini autori su smatrali da ESMA ne garantuje nezavisnost i da zastupa koncept sektorskog nadzora, dok su drugi autori isticali da bi Evropska unija trebalo biti restriktivnija u implementaciji i harmonizaciji novih pravila. Međutim, nakon prvih godina postojanja, već se može ustanoviti da je evropska nadzorna struktura bila dobro profilisana – omogućila je povećanje prekograničnih transakcija i sve veće ujednačavanje

propisa o tržištu kapitala na evropskom nivou. Dugoročno posmatrano, ESMA ima potencijal da postane najvažniji nadzorni igrač na jedinstvenom evropskom tržištu kapitala, i time postane pandan američkoj Komisiji za hartije od vrednosti i berze (Veil, 2017: 268–269).

6.4 NADZOR KOMISIJE NA DOMAĆEM TRŽIŠTU KAPITALA

U Republici Srbiji nadzor nad poslovanjem investicionih društava obavlja Komisija za hartije od vrednosti. Komisija je samostalna stručna organizacija sa svojstvom pravnog lica i javnim ovlašćenjima. Komisija je organ zvaničnog nadzora, budući da je nadležna za sprovođenje primene zakona u trgovini hartijama od vrednosti i obavljanje nadzora nad učesnicima na tržištu (Jovanović, 2001: 292–301).

Redovan nadzor Komisije nad investicionim društvima, koji se sprovodi po službenoj dužnosti, zasniva se na proceni rizika koja podrazumeva neposrednu kontrolu, posebno onih društava koja predstavljaju najveći sistemski rizik u pogledu obima i vrste investicionih usluga i aktivnosti koje pružaju, odnosno obavljaju (Sovilj & Stojković Zlatanović, 2017: 354). Na osnovu procene rizika vrši se određivanje rizičnog profila investicionog društva i utvrđuju se obim i učestalost sprovođenja neposrednog nadzora (Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, čl. 10).⁶⁸

⁶⁸ Na osnovu rezultata dobijenih po osnovu Matrice rizika i drugih podataka dobijenih u postupku nadzora, Planom nadzora za 2020. godinu, određeno je sprovođenje pet neposrednih nadzora brokersko-dilerskih društava, od kojih su četiri izvršena u 2020. godini i jedan u 2021. godini, i ni u jednom nije bilo izrečenih mera. Planom nadzora za 2021. godinu određeno je sprovođenje neposrednog nadzora šest investicionih društava, pri čemu je pet završeno u 2021. godini, od kojih u četiri nije bilo izrečenih mera. U 2021. godini, u toku sprovođenja nadzora nad poslovanjem investicionih društava, Komisija je za dva društva donela rešenja o oduzimanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva na zahtev društva. Takođe, zbog postupanja suprotno odredbama Zakona o tržištu kapitala, prilikom pružanja investicionih usluga, jednom fizičkom licu oduzeta je licenca za obavljanje poslova brokera (Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala januar–decembar, 2021: 31).

Nadzor nad poslovanjem investicionih društava Komisija vrši: po sopstvenoj inicijativi, na inicijativu člana Komisije, na zahtev nadležnog državnog organa, stranog regulatornog organa i na predlog zainteresovanih lica (vlasnika hartija od vrednosti, potencijalnih investitora u hartije od vrednosti, drugih učesnika na tržištu kapitala). Zainteresovano lice koje sazna za nezakonitost ili nepravilnost poslovanja investicionog društva može o tome podneti Komisiji pismenu predstavku putem elektronske pošte (Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, čl. 5, st. 1).

Komisija za hartije od vrednosti može vršiti nadzor na dva načina: 1) neposredno – uvidom u isprave i uzimanjem izjava u prostorijama investicionih društava; i 2) posredno (kontinuirano) – razmatranjem izveštaja i drugih informacija koje joj dostavljaju investiciona društva. Obim aktivnosti na licu mesta i metode koje se sprovode određuju vrstu nadzora. Osim razlika u pristupu i tehnikama nadzora, ključna odrednica vrste i svrhe nadzora je imaju li za cilj samo zaštitu tržišta kapitala, odnosno očuvanje finansijske stabilnosti ili se od Komisije očekuje i da štite interese klijenata, odnosno ulagača (Greuning & Brajović Bratanović, 2006: 309).

Neposredan nadzor predstavlja istragu koju sprovode inspektori Komisije za hartije od vrednosti, izlaskom na tržište. Ispitivanje na licu mesta trebalo bi da omogući inspektorima Komisije da procene ispravnost podataka o poslovanju određenog investicionog društva, stručnosti njegove uprave, kao i politike i procedure za upravljanje rizicima. Od inspektora se očekuje da otkriju uzroke problema u poslovanju određenog investicionog društva, ali i da se pobrinu da se problemi reše preventivnim radnjama koje mogu smanjiti verovatnoću njihovog ponavljanja (Greuning & Brajović Bratanović, 2006: 312). Dakle, inspeksijski nadzor predstavlja jedan od najznačajnijih vidova upravne delatnosti i naročito je važan za uspešnu primenu legislative, čime se doprinosi ostvarivanju prava investitora i investicionih društava (Milenković, 2012: 161).

Neposredan nadzor inspektori Komisije obavljaju uvidom u opšta akta, poslovne knjige, izvode sa računa, prepisku i druge dokumente, uključujući i elektronske medije, evidenciju o

telefonskim pozivima i drugim oblicima korespondencije i ostale podatke koje su investiciona društva obavezna da vode i dostavljaju Komisiji. Takođe, ovlašćeno lice Komisije može uzeti izjave od lica ovlašćenih za zastupanje investicionog društva, zaposlenih ili angažovanih lica u investicionom društvu, kao i od drugih lica koja imaju saznanja od interesa za predmetni nadzor (Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, čl. 18). Investiciona društva su obavezna da na zahtev inspektora Komisije predaju poslovnu dokumentaciju, evidenciju o telefonskim pozivima i drugim oblicima korespondencije.

Svrha neposrednog inspekcijskog nadzora je da se utvrdi da li postoje povrede propisa u pogledu poslovanja investicionih društava i ukoliko se ustanove nezakonitosti i/ili nepravilnosti u poslovanju, da se investiciona društva obavežu da ih blagovremeno otklone. Ukoliko investiciona društva ne preduzmu mere za otklanjanje nepravilnosti, Komisija će im izreći jednu ili više administrativnih mera (Jovanović, 2009: 223–224). Komisija može naložiti investicionim društvima sledeće mere: privremenu, odnosno trajnu zabranu obavljanja rukovodećih funkcija članu organa uprave društva, isključenje lica iz organa uprave investicionog društva, privremenu zabranu članstva ili učešća na regulisanom tržištu, MTP-u, privremenu zabranu obavljanja poslovne delatnosti, odnosno ograničenje obima delatnosti, prestanak obavljanja delatnosti koje predstavljaju preteran rizik za njihovo poslovanje tj. ograničenje ili zabranu isplate dividendi akcionarima, odnosno dobiti članovima organa uprave, usvajanje plana oporavka, dokapitalizaciju, privremeno ili trajno oduzimanje dozvole za obavljanje delatnosti, zamrzavanje i/ili oduzimanje imovine (ZTK, čl. 374). Osim navedenih mera, Komisija je dužna da odredi i rokove u kojima su investiciona društva obavezna da otklone nepravilnosti.

Postupak posrednog ili kontinuiranog nadzora omogućava rano upozorenje na probleme u poslovanju investicionih društava. Takođe, pomaže utvrđivanju prioriteta Komisije prilikom korišćenja oskudnih nadzornih resursa na područjima ili aktivnostima pod najvećim rizikom (Greuning & Brajović Bratanović, 2006: 309). Kontinuiran nadzor Komisija obavlja razmatranjem izveštaja koja su investiciona društva obavezna da joj dostave po zakonu ili na

njen zahtev, praćenjem, prikupljanjem i proverom dokumentacije, obaveštenja i podataka dobijenih na poseban zahtev Komisije, kao i praćenjem, prikupljanjem i proverom podataka i saznanjem iz drugih izvora (ZTK, čl. 356). Posredan nadzor Komisija može izvršiti i preko svojih službenika, stručnih za pitanje u predmetu nadzora, a ne samo preko inspektora (Jovanović, 2009: 223). U cilju provere podataka od interesa za nadzor za koja su potrebna posebna znanja i kvalifikacije, a u pitanjima za koje nije stručna, Komisija može angažovati kompetentno lice radi dobijanja stručnog nalaza i mišljenja (npr. analitičari, revizori, veštaci) (ZTK, čl. 366). Na osnovu prikupljenih podataka o poslovanju investicionih društava Komisija sprovodi analizu sadašnjih finansijskih izveštaja pojedinog društva i upoređuje ih sa istorijskim podacima i sa rezultatima uporednih trendova kako bi se procenilo finansijsko stanje pojedinog društva. Obradom i tumačenjem prikupljenih podataka mogu se prepoznati postojeći ili nadolazeći problemi u poslovanju investicionog društva.

Iako posredan nadzor omogućava Komisiji da redovno prati finansijsko stanje i izloženost rizicima određenog investicionog društva, on ima i određena ograničenja. Ta ograničenja su: 1) upotrebljivost finansijskih podataka zavisi od kvaliteta unutrašnjeg informacionog sistema pojedinog investicionog društva; 2) finansijski izveštaji imaju standardizovan format koji ne može blagovremeno obuhvatiti nove vrste rizika ili nove poslovne aktivnosti društva; 3) izveštaji ne mogu dosledno preneti sve činioce koji utiču na poslovanje društva, kao što su sastav uprave, politike, procedure i strategije upravljanja rizicima (Greuning & Brajović Bratanović, 2006: 311).

Nadzor Komisije može biti iniciran predstavkom. Predstavka mora biti razumljiva i mora da sadrži potrebne podatke o licu za koje podnosilac podnosi predstavku, predmetu na koji se ona odnosi, svrhu predstavke kao i podatke o podnosiocu predstavke. Predstavka mora da sadrži dovoljno podataka koji ukazuju na postojanje nezakonitosti i nepravilnosti rada investicionog društva. Ukoliko se na osnovu javno dostupnih podataka, kao i podataka dostupnih Komisiji i službenih evidencija ne može utvrditi činjenično stanje u vezi sa nepravilnostima ili nezakonitostima na koje

ukazuje predstavka, Komisija je dužna da pokrene postupak neposrednog nadzora (ZTK, čl. 359).⁶⁹

U sprovođenju nadzora nad investicionim društvima, Komisija vodi upravni postupak, primenjujući odredbe Zakona o opštem upravnom postupku, osim ukoliko Zakonom o tržištu kapitala nije drugačije određeno. Postupak je jednostepen, te su rešenja Komisije konačna, a protiv njih se može pokrenuti upravni spor (Dugalić & Štimac, 2011: 112). Međutim, ukoliko u toku sprovođenja nadzora Komisija utvrdi nezakonitosti ili nepravilnosti usled kojih je potrebno postupanje drugog organa, Komisija upućuje predmet na dalje postupanje i preduzimanje mera iz nadležnosti tog organa (Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, čl. 31). U tom slučaju, Komisija može pokrenuti i voditi pred sudom postupak protiv investicionog društva radi zaštite interesa investitora koji ulažu u finansijske instrumente i drugih lica za koja utvrdi da im je povređeno određeno pravo ili na pravu zasnovan interes, a u vezi sa poslovima sa finansijskim instrumentima. Takođe, kada u toku nadzora utvrdi da postoje činjenice koje ukazuju na postojanje krivičnog dela, privrednog prestupa ili prekršaja, Komisija će uputiti predlog za prijavu, odnosno zahtev organu nadležnom za sprovođenje istrage, krivično gonjenje i prekršajni postupak (ZTK, čl. 352, st. 3 i 4).

Ukoliko nastupi potrošački spor u vezi sa pružanjem investicionih i dodatnih usluga klijentima, investiciona društva su dužna da uspostave delotvorne i efikasne procedure za rešavanje prigovora i obezbede vansudsko rešavanje spora. Konkretno, potrošački sporovi najčešće nastupaju usled pogrešnog, odnosno lažnog predstavljanja (*misrepresentation*), nepotrebne kupovine

⁶⁹ Nesvakidašnje rešenje bilo je uređeno dojučerašnjim Zakonom o tržištu kapitala. Naime, Zakon iz 2011. godine uveo je institut skraćenog postupka kojim je bilo omogućeno Komisiji da sprovede nadzor u skraćenom postupku, u hitnim slučajevima, kada su činjenice već utvrđene. Međutim, nedostatak je taj što zakonodavac nije uredio skraćeni postupak, pri čemu nije jasno u čemu je njegovo skraćenje, s obzirom na to da nije određeno koja faza redovnog postupka nadzora izostaje. Ukoliko se mislilo da Komisija ima pravo da izrekne meru investicionom društvu bez prethodne istrage i saslušanja, to bi predstavljalo povredu ustavom zagarantovanog prava na odbranu, usled čega bi Komisija mogla da odgovara za štetu u postupku po ustavnoj žalbi pred Ustavnim sudom, a i Republika Srbija pred Sudom za ljudska prava Saveta Evrope (Jovanović, 2011: 282). Novi Zakon je derogirao pomenuto pravilo, čime se nastoji obezbediti pravna sigurnost na tržištu kapitala, ali i sprečiti proizvoljno tumačenje odredbi od strane Komisije.

ili prodaje kako bi se steklo pravo na proviziju (*churning*), neprikladnog ili neovlašćenog trgovanja i pronevere (Višekruna, 2018: 502). U tom slučaju, investiciona društva su u obavezi da omogućće vansudsko rešavanje sporova shodno odredbama zakona kojima se uređuju posredovanje u mirnom rešavanju sporova i arbitraža (ZTK, čl. 387).

Sprovođenje kontrole i nadzora nad poslovanjem ovlašćene banke kao brokersko-dilerskog društva, takođe, potpada pod nadležnost Komisije za hartije od vrednosti. Ukoliko Komisija ustanovi nepravilnosti u poslovanju sa hartijama od vrednosti, može izreći ovlašćenoj banci mere radi njihovog otklanjanja: oduzimanje saglasnosti za imenovanje direktora, odnosno članove odbora direktora, zabraniti obavljanje pojedinih poslova, blokirati račune ovlašćenoj banci, kao i raspolaganje hartijama od vrednosti i novčanim sredstvima koji se vode na tim računima, privremeno zabraniti isplatu dividendi akcionarima banke i članovima odbora, izricanje javne opomene (Cicmil, 2005: 1187–1193). Rešenje o izricanju mera mora se dostaviti Narodnoj banci Srbije, koja se ne sme mešati u nadležnost Komisijine kontrole nad ogrankom ovlašćene banke za trgovinu hartijama od vrednosti. Takođe, Komisija može zabraniti ovlašćenoj banci poslovanje hartijama od vrednosti, dok joj ne može zabraniti pružanje ostalih bankarskih usluga na tržištu novca, s obzirom na to da u tom segmentu banka potpada pod nadležnost Narodne banke Srbije (Jovanović, 2009: 140). Dakle, Komisija za hartije od vrednosti i Narodna banka Srbije u okviru svojih nadležnosti blisko sarađuju u cilju obezbeđivanja primene odredaba zakona o tržištu kapitala, uključujući razmenu podataka koji su od važnosti i odnose se na vršenje njihovih nadležnosti, a naročito podatke o datim ili oduzetim dozvolama, povredama odredaba zakona ili drugim nepravilnostima, kao i izrečenim merama i sankcijama (ZTK, čl. 353, st. 1).

Komisija je ovlašćena da izrekne investicionim društvima sve mere i sankcije propisane zakonom, kako bi se osiguralo zakonito i uredno trgovanje finansijskim instrumentima, zaštitili interesi investitora, obezbedilo pravedno, efikasno i transparentno tržište kapitala i smanjio sistemski rizik na tržištu kapitala, kao i da u slučaju utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti naloži investicionom društvu uspostavljanje zakonitosti i/ili prestanak svakog postupanja

koje je nezakonito. O donetim merama Komisija je dužna da obavesti regulisano tržište, odnosno MTP, CRHOV i banku kada je to neophodno, a Narodnu banku Srbije obavestiće u svakom slučaju kada se rešenje odnosi na ovlašćenu banku (ZTK, čl. 379).

6.5 TRŽIŠNA DISCIPLINA

Tržišna disciplina kao jedan od obaveznih principa poslovanja investicionih društava prvi put je predviđena Bazel II standardom, a ubrzo je implementirana u evropsko zakonodavstvo putem relevantnih direktiva. Tržišna disciplina obavezuje investiciona društva da objavljuju visinu kapitalnih troškova, kao i procedure i mehanizme za kontrolu rizika. Time zahtevi za primenošću kapitala, osim što su predmet regulacije od strane nacionalnih nadzornih tela, postaju i faktor tržišne discipline (Matić, 2010: 124). Valjano obelodanjivanje podataka i transparentnost investicionih društava treba da informiše potencijalne investitore, kako bi mogli doneti odgovarajuće odluke. Zaključak je da tržišna disciplina predstavlja osnovu protekcionističke regulative (Moloney, 2008: 540).

Blis (*Robert R. Bliss*) i Flaneri (*Mark J. Flannery*) razlikuju dva aspekta tržišne discipline: 1) monitoring – u takvoj situaciji investitori su u stanju da tačno uvide promene u uslovima poslovanja investicionog društva i da promptno ugrade ove procene u cene hartija od vrednosti društva; 2) uticaj u kojoj pad cena hartija od vrednosti obavezuje rukovodstvo investicionog društva da reaguje sprečavanjem daljih negativnih šokova (Mishkin, 2001: 18–19).

Pristup Bazelskog komiteta odnosi se na jačanje tržišne discipline predlaganjem seta zahteva i preporuka u pogledu prakse objavljivanja za međunarodno aktivne banke i brokersko-dilerska društva. Međutim, iako je transparentnost neophodan uslov za efikasnu tržišnu disciplinu, ništa ne može garantovati da je to i dovoljno. Smatra se da će zahtevi postavljeni u okviru trećeg stuba imati pozitivan učinak na poslovanje investicionih društava, samo ako učesnici na tržištu ponašaju na način konzistentan finansijskoj stabilnosti. Inače sam koncept tržišne discipline je novijeg datuma. Prvi put se raspravljalo o značaju tržišne discipline u SAD-u,

početkom osamdesetih godina 20. veka, u predlogu *Mandatory Subordinated Debt Policy* (Pop, 2006: 287).

Kako bi se osigurala sveobuhvatna tržišna disciplina poželjno je da nadležna nadzorna tela objavljuju informacije koje se odnose na poslovanje investicionih društava. Veća transparentnost u vezi sa poslovanjem investicionih društava, a posebno u vezi sa ostvarenom dobiti, plaćenim porezima i primljenim subvencijama nužan je preduslov za ponovno pridobijanje poverenja investitora u tržište kapitala (Direktiva o adekvatnosti kapitala, čl. 1, tač. 46–52).

Bazelski komitet je uvideo da nadzorni organi imaju na raspolaganju različita ovlašćenja kako bi ostvarili zahteve u pogledu obelodanjivanja. Tržišna disciplina može doprineti zdravom i sigurnom investicionom okruženju, a nadzorni organi mogu zahtevati od učesnika da posluju na siguran i bezbedan način, objavljujući informacije o svom poslovanju. Alternativno, nadzorni organi mogu zahtevati od investicionih društava da objavljuju podatke u regularnim izveštajima. Takođe, postoje brojni mehanizmi koje nadzorni organi mogu upotrebljavati, pri čemu se razlikuju od jedne do druge zemlje i kreću se od ubeđivanja, kroz dijalog sa upravom investicionog društva, do izricanja opomene ili novčane kazne. Priroda korišćenih mera zavisice od zakonskih ovlašćenja nadzornih organa i ozbiljnosti nedostataka u objavljivanju (Basel Committee, 2004: 175).

Investiciona društva su obavezna da objavljuju sledeće podatke: 1) usvojene politike i ciljeve uprave, odvojeno za svaku kategoriju rizika kojima je društvo izloženo, uključujući strategije, procese i izveštaje; 2) određene računovodstvene podatke u vezi sa primerenošću kapitala; 3) detaljan prikaz izračunavanja kapitala društva; 4) podatke o izloženosti kreditnom, tržišnom i operativnom riziku (Proctor, 2010: 135). Takođe, investiciona društva su dužna da objave izjavu koju je odobrila uprava o primerenosti predloženih rešenja za upravljanje rizikom kojom se garantuje da su postupci upravljanja rizikom valjani i primereni s obzirom na profil i strategiju društva. Upravo obelodanjivanje pomenutih podataka treba da informiše širu javnost o statusu investicionog društva i njegovom poslovanju, što je predviđeno i Direktivom o transparentnosti (Directive 2004/109/EC). Razlog zbog kojeg je uprava investicionih društava obavezna da izveštava o poslovanju

društva jeste taj što se članovi uprave jedini nalazi u poziciji da raspolazu svim valjanim informacijama o postojećim i potencijalnim rizicima u poslovanju društva. Svrha izveštavanja o rizicima je sagledavanje na koji način je ustanovljen kontrolni sistem u investicionim društvima i da li je i kako obezbeđena nezavisnost kontrolnog sistema. Sem toga, na ovaj način se štite i ulagači od mogućih zloupotreba i opasnosti kojima su izložena njihova ulaganja (Zajmi, 2011: 44).

Osim navedenog, investiciona društva su obavezna da najmanje jednom godišnje objave podatke u vezi sa sastavom uprave: 1) broj direktorskih mesta na kojima se nalaze članovi uprave; 2) politiku zapošljavanja za izbor članova uprave, te njihovo stvarno znanje, sposobnosti i stručnost; 3) politiku raznovrsnosti pri izboru članova uprave, njenu svrhu i sve relevantne ciljeve politike, kao i meru u kojoj su ciljevi ostvareni; 4) ukoliko je društvo osnovalo poseban odbor za rizike, koliko je puta taj odbor zasedao; 5) opis toka informacija o riziku do uprave (Regulation (EU) No 575/2013, čl. 435).

Principi tržišne discipline proklamovani Bazelskim standardima ne zahtevaju da obelodanjeni podaci budu sastavni deo finansijskih izveštaja, te se mogu objaviti na bilo koji način koji je dostupan, tj. na „odgovarajući medijum”. U praksi to implicira da će velika investiciona društva objavljivati podatke na svojim internet stranicama. Još jedna značajna novina je da objavljeni podaci nisu predmet revizije i nije neophodno da budu prezentovani javnosti istovremeno sa godišnjim finansijskim izveštajima društva. Podatke je potrebno objavljivati najmanje jedanput godišnje, osim ukoliko nacionalna regulatorna tela ne procene da je poželjno učestalije objavljivanje podataka (Gleeson, 2010: 350–352). Kao merodavan kriterijum određivanja učestalosti objavljivanja uzima se veličina i rizični profil investicionog društva, obim poslovanja, uključenost u druge finansijske sektore, prisustvo na međunarodnim finansijskim tržištima. Za manja investiciona društva sa stabilnim rizičnim profilom, prihvatljivo je godišnje izveštavanje. Međunarodno aktivna investiciona društva, usled rastuće osetljivosti na rizike, pojedine podatke moraju objavljivati kvartalno. Članovi uprave društva bi trebalo da koriste svoje diskreciono pravo prilikom određivanja odgovarajućeg medija i lokacije za objavljivanje, u zavisnosti od vrste

objavljivanja – da li se ona rade u okviru zahteva koje postavljaju računovodstveni standardi ili neki drugi (Matić, 2010: 126).

U srpskom pravu Komisija za hartije od vrednosti propisuje sadržinu i formu mesečnih izveštaja koja su društva dužna da joj podnose, i to najkasnije 15 dana po završetku meseca za koji se izveštaj podnosi. Od januara 2016. godine investiciona društva su dužna da izveštavaju Komisiju putem novog obrasca mesečnog izveštaja, koji je u 2019 godini dopunjen podacima koji se odnose na sredstva klijenata i promet finansijskim instrumentima (Izveštaj o radu Komisije, 2022: 30). Osim mesečnih izveštaja, investiciona društva su dužna da podnose godišnje finansijske izveštaje i izveštaj nezavisnog revizora, pripremljen u skladu sa zakonima kojima se uređuju računovodstvo i revizija, u roku koji ne može biti kraći od 60 dana niti duži od 120 dana od poslednjeg dana poslovne godine.⁷⁰ Posebno je značajan izveštaj nezavisnog revizora koji prikazuje adekvatnost mehanizama unutrašnje kontrole investicionog društva, računovodstvene procedure za određivanje primerenosti kapitala, upravljanje izloženosti rizicima, navodeći sve bitnije slabosti unutrašnje kontrole i procedura.

Bazelski standardi i direktive EU predviđaju da investiciona društva s vremena ne vreme ne objavljuju, ili objavljuju sa odlaganjem, pojedine podatke iz razloga komercijalne poverljivosti. Međutim, ne postoje formalna pravila koja bi opravdala izostanak takvih informacija, što ukazuje da će se u praksi regulatorni organi baviti od slučaja do slučaja (Gleeson, 2010: 351). Tako, Komisija za hartije od vrednosti može dozvoliti investicionom društvu, koje upravlja mestom trgovanja, da odloži objavljivanje podataka o izvršenim transakcijama koje prelaze uobičajenu veličinu tržišta za određeni finansijski instrument. Investiciono društvo je obavezno da od Komisije prethodno dobije odobrenje za predloženo odlaganje objavljivanja podataka o određenim transakcijama, kao i da o tome na jasan i nedvosmislen način obavesti učesnike na tržištu i javnost (ZTK, čl. 231).

⁷⁰ U 2021. godini Komisiji je podneto ukupno 487 izveštaja, od toga 183 mesečna izveštaja brokersko-dilerskih društava, isto toliko izveštaja o likvidnosti brokersko-dilerskih društava, 98 izveštaja ovlašćenih banaka, 15 godišnjih izveštaja brokersko-dilerskih društava i 8 godišnjih izveštaja ovlašćenih banaka (Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala januar–decembar, 2021: 30–31).

Tržište kapitala ne može dobro funkcionisati bez adekvatne transparentnosti. Uprezanje tržišta da radi u interesu učesnika je nužnost, a ne izbor. Drugim rečima, preduslov za tržišnu disciplinu je ubrzano širenje informacija od strane regulatora i što je još važnije, učesnici tržišta (pre svega, investitori) blagovremeno treba da raspolažu informacijama o položaju i poslovanju investicionih društava. S druge strane, objavljivanje informacija može imati i negativne posledice poput povlačenja sredstava u slučaju loših vesti ili iznenađenja. Taj rizik postoji, ali potrebno je pronaći kompromis u načinu ponašanja investicionih društava usled povišenih troškova izazvanih obelodanjivanjem poslovanja. Objavljivanje informacija treba da doprinese stabilnosti i sigurnosti investicionih društava, kao i smanjenju rizika (Meyer, 2001: 100–101).

Krajnji cilj tržišne discipline je da omogući drugim učesnicima na tržištu da pristupe važnim informacijama o položaju i poslovanju investicionih društava. Time se omogućava svim zainteresovanim učesnicima na tržištu da izvrše sopstvenu analizu poslovanja određenog investicionog društva. Permanentno unapređenje tržišne discipline učesnika na tržištu kapitala doprineće sigurnosti i stabilnosti celokupnog finansijskog sistema (Ljubić, 2009: 214–215). Shodno tome, u cilju zaštite investitora i integriteta tržišta, Komisija može propisati dodatne zahteve za investiciona društva koji moraju biti objektivno utemeljeni i srazmerni potencijalnim rizicima tržišta u Republici Srbiji (ZTK, čl. 179, st. 14).

Tržišna disciplina nije jedini instrument za disciplinovanje brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka, možda nije ni najstroži stub Bazelskih standarda. Međutim, može postati efektivan dodatak procesu nadgledanja. Suštinski, tržišnu disciplinu i regulatorna pravila o poslovanju investicionih društava treba tretirati kao komplementarne mehanizme koji treba da doprinesu stabilnom položaju investicionih društava na tržištu kapitala i time pruže pravnu izvesnost učesnicima na tržištu, a posebno neukim ulagačima (Chalermchatvichien et al., 2013: 19).

7. ZAKLJUČAK

Posledice globalne ekonomske krize iz 2007. godine, praćene krizom Evrozone 2010. i 2011. godine, kao i krizom izazvanom pandemijom bolesti virusa COVID-19, odrazile su na svetsko, ali i domaće tržište kapitala. Poslednje decenije na domaćem tržištu kapitala višestruko je redukovan broj investicionih društava, odnosno brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka, ali i broj izvršenih transakcija na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, a samim tim i promet na Beogradskoj berzi. Ovu tendenciju ispratio je trend smanjenja broja listiranih kompanija na regulisanom tržištu i MTP-u, usled stečaja, likvidacije ili promene pravne forme. Posledice krize odrazile su se na urušavanje poverenja ulagača (investitora) u tržišta kapitala, što je imalo uticaja na drastično smanjenje ponude i potražnje sigurnih i bonitetnih hartija od vrednosti. Obim trgovanja hartijama od vrednosti, prvenstveno akcijama, na domaćem tržištu kapitala beleži permanentni negativni trend još od 2008. godine. Redukovan obim trgovanja hartijama od vrednosti negativno se odrazio na položaj investicionih društava. Naime, broj brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka na domaćem tržištu kapitala rapidno je smanjen. Dok je 2010. godine broj društava koja su poslovala na domaćem tržištu kapitala iznosio preko 60, početkom ove godine je taj broj sveden na samo 15 društava registrovanih kod Komisije. Da bi se pospešio rast domaćeg tržišta kapitala i povećao obim trgovine, a samim tim i poboljšao položaj investicionih društava, neophodno je podsticati privredna društva da izađu na tržište i emituju hartije od vrednosti. Istovremeno, bilo je potrebno kreirati novi pravni i institucionalni okvir koji će omogućiti emisiju i promet novih finansijskih instrumenata (npr. posebne vrste namenskih obveznica, digitalna imovina), a, koji bi bili investiciono atraktivni potencijalnim ulagačima. Takođe, kada se razmatra perspektiva brokersko-dilerskih društava, neophodno je raditi na očuvanju i povećanju broja nezavisnih brokera, imajući u vidu da bi

se njihovim eventualnim povlačenjem sa tržišta, ionako dominantno bankocentrično finansijsko tržište usmerilo na poslovne banke, čime bi se dodatno urušila konkurentnost, održivost i inovativnost domaćeg tržišta kapitala.

Nesporno ogromna uloga investicionih društava na tržištima kapitala podstiče brojna regulatorna tela širom sveta na preduzimanje akcija u pravcu harmonizacije i unifikacije ključnih principa na međunarodnom nivou. Stoga su za određivanje položaja investicionih društava, pravno relevantni međunarodni i regionalni propisi. Za pitanja pravnog položaja i delatnosti investicionih društava od posebnog značaja su direktive i regulative Evropske unije. Na nivou EU 2014. godine je usvojena Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata (MiFID II), a godinu ranije, 2013. godine, Direktiva o pristupanju delatnostima kreditnih institucija i valjanom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicionim društvima, koje imaju za cilj harmonizovanje i ujednačavanje pravila koja se odnose na poslovanje investicionih društava. Impozantan doprinos kreiranju jedinstvenih pravila o poslovanju investicionih društava dale su i druge međunarodne i regionalne finansijske institucije, poput Bazelskog komiteta za nadzor nad bankama i Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti, čija su rešenja anticipirana u evropska zakonodavstva, ali i u zakonodavstva drugih razvijenih zemalja širom sveta (npr. Dod-Frankov zakon u SAD-u).

U prethodnom periodu, efikasnom i proaktivnom zakonodavnom reformom, pravni i institucionalni okvir koji se odnosi na domaće tržište kapitala, a samim tim i na njegove učesnike (investiciona društva), prošao je sveobuhvatno i sistematizovano unapređivanje. Ključni cilj zakonodavnih aktivnosti u vezi sa unapređenjem regulatornog okvira bio je usklađivanje statusa domaćeg tržišta kapitala sa Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata (MiFID II), što je preduslov za privlačenje međunarodnih i domaćih institucionalnih i individualnih investitora. Novousvojeni Zakon o tržištu kapitala treba da omogući jednostavniji i efikasniji izlazak domaćih ulagača na tržište, pojednostavljen pristup izvorima finansiranja malim i srednjim privrednim društvima i diversifikaciju portfelja hartija od vrednosti. Pored toga, implementiranjem pravila koja se primenjuju u zemljama članicama EU, nastoji se pojednostaviti pristup i povećati zainteresovanost inostranih ulagača

za domaće tržište kapitala, što bi trebalo da pospeši i poveća broj emitenata koji će izdavati i ponuditi svoje hartije od vrednosti na tržištu (npr. akcije, korporativne obveznice, municipalne obveznice, zelene obveznice) s ciljem prikupljanja potrebnih sredstava, a u krajnjem, dovesti do većeg obima trgovine i daljeg razvoja tržišta kapitala.

Efikasno tržište kapitala i vraćanje poverenja investitora zahtevaju obezbeđenje integriteta tržišta. Stoga, novi Zakon i prateća podzakonska regulativa treba da omoguće efikasno, transparentno i produktivno tržište kapitala sa širokim asortimanom finansijskih instrumenata i usluga, koji su uporedivi i konkurentni sa vodećim evropskim tržištima kapitala. Uredno funkcionisanje tržišta kapitala, efikasna alokacija sredstava i poverenje investicione javnosti predstavljaju preduslove ekonomskog rasta. Kriza poverenja investitora u integritet domaćeg tržišta kapitala učinila je neophodnim uvođenje sveobuhvatnog pravnog i investicionog okvira kojim će se omogućiti delotvorniji rad investicionih društava, povratiti poverenje malih i neukih ulagača (uključujući mikro, mala i srednja privredna društva) u tržište kapitala, propisivanjem adekvatnih standarda transparentnosti i objavljivanjem informacija o poslovanju investicionih društava, ali i drugih učesnika na tržištu. Sve veći broj investicionih usluga i aktivnosti koje investiciona društva istovremeno obavljaju, povećao je mogućnost nastanka sukoba interesa između društava i njihovih klijenata (investitora), kao i između različitih aktivnosti. Radi zaštite prava svojine investitora u odnosu na hartije od vrednosti, kao i prava investitora u odnosu na sredstva koja su poverena društvu, propisi izričito regulišu postupanje investicionih društava u datim situacijama. Propisana su stroža pravila koja su investiciona društva dužna da preduzmu kako bi sprečile sukobe interesa, odnosno ukoliko do njih dođe, ublažili moguće neželjene posledice po interese klijenata. Takođe, u cilju obezbeđivanja veće zaštite investitora i vraćanja poverenja investitora u tržište kapitala i njihove zainteresovanosti za ulaganja, propisana je i obaveza investicionog društva da prilikom pružanja usluga davanja investicionog saveta ili upravljanja portfeljima, izvrši procenu podobnosti i primerenosti u kojoj meri su predviđena investiciona usluga ili finansijski instrument primeren za klijenta (investitora).

S ubrzanim finansijskim inovacijama pojavila se potreba za osnaživanjem pravnog okvira koji reguliše tržišta kapitala. Širenje delokruga poslova investicionih društava, odnosno, njihova uža specijalizacija, iznedrila je potrebu za povećanim stepenom zaštite investitora, prvenstveno neukih (malih) ulagača, a s ciljem jačanja poverenja u finansijske institucije. Potrebno je da pravo bude proaktivno kako bi se uredila do sada neregulisana područja i omogućile odgovarajuće ingerencije institucijama koje vrše nadzor. Proširenjem nadležnosti Komisije neposredno se obezbeđuje veća sigurnost tržišta kapitala, kroz pojačan nadzor nad poslovanjem investicionih društava. Poseban značaj Komisijinog nadzora odnosi se i na proširen delokrug pravnih poslova koje investiciona društva mogu obavljati na tržištu kapitala zahvaljujući razvoju tehnologije i tržišne infrastrukture. Tako, investiciona društva pored već tradicionalnih, brokerskih i dilerskih poslova, mogu obavljati poslove koji su razvijeni kao proizvod savremenih tendencija na tržištima kapitala – digitalizacije, platformizacije i finansijskih inovacija. Digitalizacija je omogućila intenzivniju upotrebu alternativnih sistema trgovine – multilateralne trgovačke platforme i organizovane trgovačke platforme. Takođe, digitalizacija je promenila modele poslovanja investicionih društava koji upravljaju alternativnim sistemima trgovine. Kako je tehnologija za trgovanje ubrzano napredovala, investiciona društva širom svetskih tržišta kapitala započela su, u okviru finansijskog paketa o pružanju digitalnih usluga, korišćenje algoritamskog trgovanja i visokofrekventnog algoritamskog trgovanja. U cilju harmonizacije propisa, novim Zakonom uređeno je algoritamsko trgovanje u kojem kompjuterski algoritam automatski određuje aspekte naloga s minimalnim posredovanjem investicionog društva ili bez njega. Specifičnu vrsta algoritamskog trgovanja predstavlja visokofrekventno algoritamsko trgovanje u kojem sistem za trgovanje velikom brzinom analizira podatke ili signale s tržišta i potom, kao odgovor na tu analizu, šalje ili ažurira veliku količinu naloga u vrlo kratkom roku. S ciljem smanjenja i ublažavanja potencijalnih rizika od povećane upotrebe sofisticirane tehnologije, razvijene su posebne mere i oblici kontrole poslovanja investicionih društava koja koriste tehnike algoritamskog ili visokofrekventnog algoritamskog trgovanja i pružaju elektronski

pristup, kao i mere usmerene na organizatore mesta trgovanja kojima takva društva imaju pristup.

Internacionalizacija i digitalizacija kao suštinska obeležja savremenih tržišta kapitala, ističu neophodnost uzajamne saradnje svih međunarodnih učesnika (finansijskih institucija), kroz harmonizaciju i unifikaciju pravila, koordinisanim radom regulatornih organa, kako bi se stvorili uslovi za bolju zaštitu ulagača. Korišćenje uporednopravne analize na osnovu iskustava zemalja sa razvijenim tržištima kapitala, omogućilo nam je uočavanje jedinstvenog cilja regulisanja poslovanja investicionih društava na globalnom nivou. Uprkos određenim razlikama u pojedinim rešenjima, posledice regulisanja pravnog položaja investicionih društava su identične u svim istraživanim pravnim sistemima. Harmonizacija i unifikacija osnovnih pravila o statusu i delokrugu poslova investicionih društava omogućava veću zaštitu investitorima, doprinosi smanjenju sistemskog rizika i očuvanju poverenja u stabilnost tržišta kapitala.

Naposletku, istraživanje pravnog položaja investicionih društava na tržištu kapitala upotrebom normativnog i komparativnog metoda pruža nam valjanu osnovu za kritičko analiziranje i preispitivanje domaće regulative u datoj oblasti. Donošenjem novog Zakona i pratećih podzakonskih akata postignut je visok stepen harmonizacije sa usvojenim principima i rešenjima MiFID II. Harmonizacija je izostala jedino u pogledu onih odredbi MiFID II koje se odnose na evropske regulatorne organe, čija je primena odložena do sticanja punopravnog članstva Republike Srbije u Evropskoj uniji. Imajući u vidu da u trenutku pisanja knjige primena odredbi Zakona koje se odnose na položaj i poslovanje investicionih društava nije ispitana (odložena primena Zakona), preostaje da se sagleda kako će se nova rešenja primenjivati u praksi. Prilikom formiranja stavova, naročito u pogledu novih instituta, kao i domašaja njihove primene, od krucijalnog značaja biće uloga Komisije za hartije od vrednosti, kao nacionalnog regulatornog i nadzornog organa na tržištu kapitala. Stavovi Komisije moraju ispratiti stavove i mišljenja evropskih regulatora, kako bi se izbegle potencijalne nejasnoće i obezbedilo ujednačeno tumačenje propisa, odnosno uspostavila pravna izvesnost za sve učesnike na tržištu kapitala.

Stoga je potrebno da Komisija sprovodi kontinuirane i valjane procese nadzora, praćene odgovarajućim sankcionisanjem učesnika na tržištu. Uz to, potrebno je obezbediti potpunu nepristrasnost članova Komisije, kao i stalno usavršavanje zaposlenih, kako onih u Komisiji, tako i zaposlenih u investicionim društvima, ali i šire javnosti. Stručno usavršavanje predstavlja jednu od osnovnih mera prevencije na tržištu vrednosnih papira, pri čemu ključnu ulogu imaju Komisija, brokersko-dilerska društva, ovlašćene banke, berze itd. Paralelno sa tim, potrebno je izveštavati javnost o poslovanju investicionih društava, jer time budući potencijalni investitori stižu uvid u način rada društava, omogućavajući im na taj način da izvrše sopstvene procene. Relevantno objavljivanje izveštaja o poslovanju brokersko-dilerskih društava i ovlašćenih banaka doprinosi jačanju tržišta kapitala, ostavljajući mogućnost eliminisanja loših i stimulisanja dobrih. Investiciona društva jesu nešto u šta građani, a pre svega ulagači, treba da steknu čvrsto poverenje, nešto što deluje predvidivo, u šta se mogu osloniti, sa valjanim državnim nadzorom, u skladu sa zakonom, pravilima struke i moralom, visoko profesionalno.

Pored ekonomskih i političkih okolnosti i pravne tradicije određene zemlje, značajno mesto zauzima i adekvatna infrastruktura tržišta kapitala koja ne treba da obezbedi samo zaštitu interesa svih učesnika, već i izgradnju poverenja u finansijske tokove i održavanje stabilnosti celokupnog finansijskog sistema. Prepreke razvoju domaćeg tržišta kapitala su, u poređenju sa razvijenim zemljama sveta, izražena bankocentričnost finansijskog tržišta, koja se ogleda u neizbalansiranoj preraspodeli finansijske imovine domaćinstva (najveći deo se odnosi na štednju), nedovoljno razvijena svest kompanija o mogućnosti finansiranja redovnog poslovanja, istraživanja i razvoja putem tržišta kapitala, kao i neadekvatna ponuda domaćih finansijskih instrumenata dostupnih investitorima. Uzimajući u obzir da Republika Srbija u prethodnih nekoliko godina beleži kontinuirani privredni rast, kao i rast stranih investicija, utemeljeno i razvijeno tržište kapitala može dodatno da podstakne dalji rast privrednih aktivnosti u zemlji, kao i da poveća standard njenih građana. Usvajanjem novog Zakona i pratećih podzakonskih akata kreiran je pravni i institucionalni okvir koji treba da omogući razvoj domaćeg tržišta kapitala na utemeljen,

transparentan i sveobuhvatan način obezbeđujući atraktivnost domaćeg tržišta kapitala stranim institucionalnim i individualnim investitorima, podstičući investiranje domaćih sredstava u razvoj privrednih društava, kao i uvođenje novih finansijskih instrumenata koji bi doprineli razvoju lokalnih samouprava i javnih preduzeća. Regulisanjem pravnog položaja investicionih društava prema novom Zakonu o tržištu kapitala postignuta je ekvivalentnost domaćih propisa sa komunitarnim pravom EU, čime se nastoji stimulatивно delovati na investitore na tržištu kapitala, povećanjem transparentnosti i smanjenjem rizika poslovanja investicionih društava. Pored toga, usklađivanjem domaćih propisa sa savremenim tekovinama na tržištima kapitala, omogućava se investicionim društvima da ojačaju svoju poziciju i postanu konkurentni na tržištima. Strožim regulatornim zahtevima, posebno u vezi sa novim trgovinskim platformama i algoritamskim trgovanjem, odnosno visokofrekventnim trgovanjem, kao i preciznijim uređenjem postupaka i dozvola za pružanje investicionih usluga, odnosno obavljanja aktivnosti nastoji se smanjiti rizičnost poslovanja investicionih društava. Osim toga, povećanjem transparentnosti i detaljnijim finansijskim izveštavanjem nastoji se povratiti poverenje investitora u tržište, što će konsekventno pozitivno uticati na povećanje broja učesnika na domaćem tržištu kapitala i na održiv ekonomski rast.

LITERATURA

- Aldohni, A. K. (2011). *The Legal and Regulatory Aspects of Islamic Banking*. London – New York: Routledge.
- Allen, F. & Carletti, E. (2008). Financial System: shock absorber or amplifier? *Bankarstvo*, 9–10, 12–41.
- Azadinamin, A. (2012). Basel III. (1–11) Dostupno na: <http://www.ssrn.com/abstract=2007817>. Pristupljeno: 25. 7. 2022.
- Bajakić, I. (2021). *Razvoj financijske regulacije i supervizije u Evropskoj uniji – integracijski procesi europskih financijskih sustava*. Zagreb: Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2004). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2006). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Bank for International Settlements.
- Bondi, B. J. (2009). Securities arbitrations involving mortgage-backed securities and collateralized mortgage obligations: suitable for unsuitability claims? *Journal of Corporate & Financial Law*, 2(14), 251–279.
- Borković, B. (2012). Razvoj brokersko-dilerskog poslovanja i pojava univerzalnih banaka kao aktivnih učesnika na finansijskom tržištu. *Zbornik radova Fakulteta tehničkih nauka*, 7(XXVII), 1333–1336.
- Boumediene, A. (2011). Basel III: Relevance for Islamic Banks. *International Finance eJournal*, 1–23. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1852205>.
- Bunčić, S. (2010). Finansijska regulativa kao reakcija na trenutnu finansijsku krizu. *Pravo i privreda*, 4–6(47), 290–302.
- Carić, S. (1996). *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*. Novi Sad: Centar za privredni konsalting.
- Caruana, J. (2010). Financial Stability: 10 Questions and about Seven Answers. *Bankarstvo*, 3–4, 100–119.
- Caruana, J. (2010). Basel III: Towards a Safer Financial System. *Bankarstvo*, 9–10, 99–111.
- Caruana, J. (2011). Regulatory Reform: Remaining Challenges. *Bankarstvo*, 7–8, 144–163.
- Caruana, J. (2012). Building a Resilient Financial System. *Bankarstvo*, 2, 92–119.
- Cesarini, F. (1994). The Role of Own Funds. In: G. Ferrarini (ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (str. 104–115). London – The Hague: Kluwer Law International.
- Chalermchatvichien, P. et al. (2013). The Effect of Bank Ownership Concentration on Capital Adequacy, Liquidity and Capital Stability (Basel II and Basel III). *Journal of Financial Services Research*, 1, 1–46.
- Cicmil, N. (2005). Ovlašćena banka i Kastodi banka kao učesnici na tržištu hartija od vrednosti. *Pravni život*, 10, 1187–1193.

- Claessens, R. (2009). Ideas and initiatives since the collapse of Lehman Brothers. *Bankarstvo*, 7–8, 6–25.
- 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.
- Commission Recommendation 77/534/EEC concerning a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities (1977), *Official Journal*, L 212.
- Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European 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.
- Communication from the Commission. (1998). *Financial services: Building a framework for action*, Brussels: Commission of the European Communities, COM(1998) 625 final.
- Communication from the Commission. (1999). *Implementing the framework for financial markets: action plan*, Brussels: Commission of the European Communities, COM(1999) 232 final.
- Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, *Official Journal*, L 141.
- Čolović, V. (2011). Saosiguranje kao zaštita od multiplikacije rizika. *Pravo i privreda*, 4–6(48), 744–757.
- Čolović, V. (2012). Tradicionalni i alternativni načini distribucije osiguranja (sa osvrtom na bankoosiguranje). *Pravo i privreda*, 7–9(49), 436–449.
- Čolović, V. (2015). Upravljanje rizikom u privrednim društvima. *EMC Review – Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, 2(V), 237252.
- Čolović, V. (2018). Osigurani rizik i osigurani slučaj. U: *Odgovornost za štetu, naknada štete i osiguranje* (str. 323–327). Beograd: Udruženje za odštetno pravo, Institut za uporedno pravo & Pravosudna akademija.
- Ćirović, Z. & Janković, L. (2013). The role of financial regulators in the context of the global financial crisis. *Ekonomске teme*, 4(51), 627–644.
- Dabrowski, M. (2009). The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration. *CASE Network Studies & Analyses*, 384, 1–34.
- De Sousa e Alvim, D. (2011). A new European system of financial supervision and crisis management. *Asia-Pacific Journal for EU Studies*, 1(9), 16–17.
- Dibadj, R. (2010–2011). Brokers, Fiduciaries and a Beginning. *Review of Banking and Financial Law*, 30, 207–215.
- 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 the European Union*, L 96.
- 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, *Official Journal of the European Union*, L 145.

- 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.
- Directive 2006/31/EC of the European Parliament and of the Council of 5 April 2006 amending directive 2004/39/EC on markets in financial instruments, as regards certain deadlines, *Official Journal of the European Union*, L 114.
- Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, *Official Journal of the European Union*, L 177.
- 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 Text with EEA relevance, *Official Journal of the European Union*, L 176.
- 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, *Official Journal of the European Union*, L 173.
- Dugalić, V. & Štimac, M. (2011). *Osnove berzanskog poslovanja*. Beograd: Stubovi kulture.
- Dukić Mijatović, M. (2007). Zakon o bankama u svetlu implementacije evropskog zakonodavstva. *Pravni život*, 13, 154.
- Egan, M., Matvos, G. & Seru, A. (2017). The Market for Financial Adviser Misconduct. *NBER Working Paper Series*, Cambridge.
- Ellinger, E. P., Lomnicka, E. & Hare, C. V. M. (2011). *Ellinger's Modern Banking Law*. New York: Oxford University Press.
- Enriques, L. (2006). Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework. In: G. Ferrarini & E. Wymeersch (Eds.) *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making* (pp. 321–338). Oxford: Oxford University Press.
- Erić, D. (2003). *Finansijska tržišta i instrumenti*. Beograd: Čigoja štampa.
- Europe Economics. (2009). *Survey on the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*. London: Final Report by Europe Economics.
- European Commission. (2015). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, SWD(2015) 183 final, SWD(2015) 184 final, Brussels, 30. 9. 2015, COM(2015) 468 final.
- European Commission. (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan, COM(2020) 590 final, Brussels, 24. 9. 2020.
- European Commission. (2015). Green Paper – Building a Capital Markets Union. Brussels, 18. 2. 2015. COM(2015) 63 final.
- European Economic Community. (1966). *The Development of a European Capital Market*. Brussels: Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission.

- Fanto, J. A. (2014). *Surveillant and Counselor: A Reorientation in Compliance for Financial Firms*. *BYU Law Review*, 5(5), 1121–1184.
- Fein, M. L. (2010). Dodd-Frank Act: Implications for Securities Activities of Banks and Their Affiliates. 1–46. Dostupno na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1657637>. Pristupljeno: 15. 11. 2022.
- Ferrarini, G. (1994). Introduction. In: G. Ferrarini (Ed.) *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms* (pp. 3–15). London – The Hague: Kluwer Law International.
- Gadinis, S. (2012). The SEC and the Financial Industry: Evidence from Enforcement Against Broker-Dealers. *The Business Lawyer*, 3(67), 679–728.
- Gleeson, S. (2010). *International Regulation of Banking: Basel II: Capital and Risk Requirements*. New York: Oxford University Press.
- Greuning, V. H. & Brajović Bratanović, S. (2006). *Analiza i upravljanje bankovnim rizicima*. Zagreb: Svetska banka – Mate.
- Howard, C. & Jonas, N. (2014). Under Pressure: Basel III's Capital Adequacy Requirements Squeeze Broker-Dealer Returns on Equity, Increase Need for the Imposition of Uniform Fiduciary Duties. *John Marshall Law Journal*, 1(7), 105–115.
- Hsu, B. F. C., Arner, D. & Pretorius, F. (2007). Beyond the Basel Accord: Should the Capital Adequacy Ratio Take Account of the Real Estate Environment in the Hong Kong Sar?. *The Banking Law Journal*, 4(124), 297–298.
- Hudson, A. (2008). *Securities Law*. London: Sweet & Maxwell.
- Ingves, S. (2013). Current Focus on the Basel Committee: Raising the Bar. *Bankarstvo*, 1, 150–165.
- Ivaniš, M. (2012). Rizici u bankarskom poslovanju. *Pravno-ekonomski pogledi*, 3, 1–15.
- Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala januar–decembar 2021, Beograd: Komisija za hartije od vrednosti, april 2022.
- Janković, M. (2004). Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta. *Pravo i privreda*, 5–8(41), 920–929.
- Janković, M. (2006). Tržište hartija od vrednosti i pravna sigurnost. *Pravo i privreda*, 5–8(43), 872–880.
- Janković, M. (2010). Finansijska tržišta i pravna odgovornost. *Pravo i privreda*, 4–6(47), 266–279.
- Janković, S. Đ. (2017). Odgovornost za izbor u ugovorima u privredi – poseban osvrt na ugovor o organizovanju putovanja i špediciji. *Pravo i privreda*, br. 7–9(55), 138–157.
- Janković, S. (2011). Prikaz zakona o izmenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima. *Studentska revija za privredno pravo*, br. 2(1), 46–49.
- Janković, S. Đ. (2021). *Vazduhoplovno pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Janjušević, J. (2011). Globalna finansijska kriza. str. 1–11, Dostupno na: <http://www.fps.unimediterranean.net>. Pristupljeno: 20. 6. 2022.
- Jazić, V. (2008). *Rizici u bankarskom poslovanju*. Beograd: Stubovi kulture.
- Jednak, D. (2012). Ekonomski efekti primene informacionih tehnologija na finansijska tržišta i institucije, *Škola biznisa – Naučnostručni časopis*, 1, 59–65.
- Jeknić, M. (2000). Pravila o trgovanju hartijama od vrednosti. *Pravo i privreda*, 5–8(37), 506–517.

- Jevremović Petrović, T. (2022). Uspostavljanje i jačanje unije tržišta kapitala EU. *Pravo i privreda*, 4(60), 605–635.
- Jorgić, B. (2001). Institucionalizovano organizovanje berze, vanberzanskog tržišta i berzanskih posrednika. *Pravo i privreda*, 5–8(38), 369–377.
- Jovanić, T. (2009). *Ciljevi i oblici regulisanja poslovanja banaka*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, N. (2001). *Emisija vrednosnih papira*. Beograd: Grmeč – Privredni pregled.
- Jovanović, N. (2001). Položaj nadzorne vlasti u poslovanju vrednosnicama kod nas i u okruženju. *Pravo i privreda*, 5–8(38), 292–301.
- Jovanović, N. (2002). Zaštićeni ulagač na tržištu vrednosnih papira. *Pravo i privreda*, 5–8(39), 277–286.
- Jovanović, N. (2009). *Berzansko pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, N. (2011). Novi zakonodavni „mućak“ Srbije u MiFID okruženju. U: V. Radović (Ur.), *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije* (str. 228–304). Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, N., Radović, V. & Radović, M. (2023). *Kompanijsko pravo – pravo privrednih subjekata* (treće izdanje). Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Jovanović, V. (2010). Istorijski aspekti razvoja berze i finansijskih tržišta u svetu. *Pravno-Ekonomske pogledi*, 1(1), 1–11.
- Kahane, Y. (1977). Capital adequacy and the regulation of financial intermediaries. *Journal of Banking and Finance*, 1(2), 207–218.
- Kruithof, M. (2005). Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?. *Ghent University Financial Law Institute Working Paper*, 1–55.
- Kvrgić, G., Vilaret, S. & Vujović, T. (2009). Svetska finansijska kriza i uticaj na finansijski sistem Srbije. *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, 1–6(64), 128–148.
- Labudović Stanković, J. (2012). Neke dileme u vezi sa novim Zakonom o tržištu kapitala. *Pravo i privreda*, 4–6(49), 360–374.
- Latković, M. (2002). Upravljanje rizicima: identifikacija, mjerenje i kontrola. *Financijska teorija i praksa*, 2, 463–477.
- Laurens, F. (2012). Basel III and prudent risk management in banking: Continuing the cycle of fixing past crises. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 2(3), 17–22. <https://doi.org/10.22495/rgcv2i3art1>.
- Lee, K. Investor protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID. 1–15. Dostupno na: <http://www.ssrn.com/abstract-id1339305>. Pristupljeno: 15. 8. 2022.
- Lučić, Lj. (2006). Bazelski sporazum II: uticaj na ponašanje banaka i način finansiranja malih i srednjih preduzeća. *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, 1–6(61), 105–122.
- Ljubić, M. (2009). Primena Bazelskog sporazuma za međunarodne standarde kapitala na bankarsko tržište Srbije. *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, 1–6(64), 198–216.
- MacNeil, I. (2010). Risk Control Strategies: An Assessment in the Context of the Credit Crisis. In: I. G. MacNeil & J. O'Brien (Eds.) *The Future of Financial Regulation* (pp. 140–151). Oxford – Portland: Hart publishing.

- Malešević, Z. (2011). Otvorenost finansijskog tržišta Republike Srbije za integraciju sa finansijskim tržištima zemalja EU. *Škola Biznisa*, 4, 83–97.
- Mališić, A. (2005). Hartije od vrednosti: distribucija i uvođenje na organizovano tržište. *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, 1–6(60), 110–125.
- Mäntysaari, P. (2022). *Stocks for All: People's Capitalism in the Twenty-First Century*, Berlin – Boston: de Gruyter GmbH.
- Marković, M. (2009). Problem sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata. *Pravo i privreda*, 5–8(46), 557–578.
- Matić, V. (2007). Bazelski sporazum II – finansijska pletisanka dal' od jave il' od sna. *Bankarstvo*, 1–2, 4–15.
- Matić, V. (2009). Prudenciona supervizija. *Bankarstvo*, 3–4, 108–112.
- Matić, V. (2009). Bazelski sporazum o kapitalu (Bazelski sporazum I). *Bankarstvo*, 56, 128–133.
- Matić, V. (2009). Bazelski sporazum II. *Bankarstvo*, 7–8, 116–121.
- Matić, V. (2010). Bazel II – stub 2 – supervizorski nadzor. *Bankarstvo*, 5–6, 166–171.
- Matić, V. (2010). Bazel II – stub 3 – tržišna disciplina. *Bankarstvo*, 11–12, 124–127.
- Matić, V. (2011). Bazel III – izmenjeni koncept kapitala. *Bankarstvo*, 7–8, 172–177.
- McKnight, A. (2007). Basel 2: the implementation in the UK of its capital requirements for banks. *Law and Financial Markets Review*, 4(1), 327–340.
- Meyer, L. H. (2001). Supervising Large Complex Banking Organizations Adapting to Change. In: F. S. Mishkin (ed.) *Prudential Supervision What Works and What Doesn't* (pp. 97–105). Chicago – London: The University of Chicago Press.
- Milenković, M. (2012). Upravni poslovi u oblasti zaštite životne sredine u Evropskoj uniji i podela nadležnosti sa državama članicama. U: M. Račević & M. Marković (Ur.) *Pomeraćemo granice* (str. 153–169). Beograd: Institut društvenih nauka.
- Milenković, M. (2019). *Agencije Evropske unije i zaštita životne sredine*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Milovanović, D. (2000). Regulacija brokerskodilerskih kuća. *Pravo i privreda*, 5–8(37), 518–530.
- Mishkin, F. S. (2001). Prudential Supervision: Why It Is Important and What are the Issues?. In: F. S. Mishkin (ed.) *Prudential Supervision What Works and What Doesn't* (1–30). Chicago – London: The University of Chicago Press.
- Moloney, N. (2008). *EC Securities Regulation*. Oxford: Oxford University Press.
- Moloney, N. (2014). *EC Securities and Financial Markets Regulation* (third edition). Oxford: Oxford University Press.
- Momirović, D. (2010). Makroprudencijalne perspektive i novi izazovi za centralne banke. *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, 1–6(65), 270–296.
- Momirović, D. (2012). Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna Evropske unije – makro i mikro prudencijalni pristup. *Bankarstvo*, 1, 82–109.
- Montiljo Mihajlović, D. (2013). Domaće tržište kapitala i MiFID. *Bankarstvo*, 3, 148–165.
- Moosa, I. (2011). Basel II to Basel III: a great leap forward?. In: J. R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal, D. Singh (Eds.) *Managing Risk in the Financial System* (pp. 374–387). Cheltenham – Northampton: Edward Elgar.
- Morse, G. (1987). *Charlesworth's Company Law*. London: Stevens & Sons.
- Morse, G. (1995). *Company Law*. London: Sweet & Maxwell.
- Mrvić, T. (2002). Oditori-revizori, rejting agencije i zaštita investitora. *Pravo i privreda*, 5–8(39), 396–409.

- Nikolić, D. (2022). Dva elementa pojma alternativnog investicionog fonda u srpskom pravu. U: J. Čeranić Perišić, V. Đurić & A. Višekruna (Ur.) *65 godina od rimskih ugovora: Evropska unija i perspektive evropskih integracija Srbije* (171–187). Beograd: Institut za uporedno pravo.
- Odluka o adekvatnosti kapitala banke, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006.
- Odluka o minimalnoj sadržini procedure „upoznaj svog klijenta“, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006.
- Odluka o načinu i uslovima identifikacije i praćenja rizika usklađenosti poslovanja banke i upravljanja tim rizikom, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006.
- Odluka o upravljanju rizicima, *Službeni glasnik RS*, br. 57/2006.
- Ognjanović, V. (2009). Globalizacija, integracije i tržište kapitala. *Pravo i privreda*, 5–8(46), 502–510.
- Ojo, M. (2012). Harmonising Basel III and the Dodd Frank Act through greater collaboration between standard setters and national supervisors. *MPRA Paper*, 69305, 1–11.
- Orlić, N. (2010). Rizik banaka u uslovima svetske ekonomske krize. *Pravno-Ekonomski pogledi*, 1(1), 1–23.
- Ostojić, I. (2020). Inkluzivne i ekstraktivne institucije kao faktori ekonomskog rasta. U: I. Arsić & V. Mentus (Ur.) *Promišljanja aktuelnih društvenih izazova : regionalni i globalni kontekst* (126–141). Beograd: Institut društvenih nauka.
- Ostojić, I. & Maksimović, M. (2021). Development of institutions, rule of law and European integration. *Knowledge – International Journal*, 1(48), 219–224.
- Pop, A. (2006). Market Discipline in International Banking Regulation: Keeping the Playing Field Level. *Journal of Financial Stability*, 3(2), 286–310.
- Popović, V. (2003). Banke na tržištu hartija od vrednosti. *Pravo i privreda*, 9–12(40), 111–119.
- Popović, V. (2009). (Ne)ravnoteža tržišta novca i kapitala. *Pravo i privreda*, 5–8(46), 597–605.
- Pravilnik o adekvatnosti kapitala, izloženosti riziku, posebnim rezervama i likvidnosti brokersko-dilerskog društva, *Službeni glasnik RS*, 102/2003 i 16/2005.
- Pravilnik o bližim uslovima i načinu davanja i oduzimanja saglasnosti za pružanje usluga povezanih s digitalnim tokenima u stranoj državi, *Službeni glasnik RS*, br. 69/2021.
- Pravilnik o davanju dozvole organizatoru tržišta i uslovima za poslovanje mesta trgovanja i sistematskih internalizatora, *Službeni glasnik RS*, br. 77/2022.
- Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, *Službeni glasnik RS*, br. 89/2011, 3/2016, 13/2018 i 59/2019.
- Pravilnik o davanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionog društva, *Službeni glasnik RS*, br. 77/2022.
- Pravilnik o davanju saglasnosti na imenovanje članova organa uprave organizatora tržišta, investicionog društva, Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti i sistema odobrenih objava (APA), *Službeni glasnik RS*, br. 77/2022.
- Pravilnik o davanju saglasnosti na opšta akta organizatora tržišta, investicionog društva i centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti, *Službeni glasnik RS*, br. 89/2011 i 44/2012.
- Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, *Službeni glasnik RS*, br. 143/2022.

- Pravilnik o organizacionim uslovima za pružanje investicionih usluga, obavljanje investicionih aktivnosti i dodatnih usluga i upravljanje rizicima, *Službeni glasnik RS*, br. 77/2022.
- Pravilnik o pravilima postupanja investicionog društva prilikom pružanja usluga, *Službeni glasnik RS*, br. 77/2022.
- Pravilnik o sprovođenju odredaba Zakona o digitalnoj imovini koje se odnose na davanje dozvole za pružanje usluga povezanih s digitalnim tokenima i saglasnosti Komisije za hartije od vrednosti, *Službeni glasnik RS*, br. 69/2021.
- Proctor, C. (2010). *The Law and Practice of International Banking*. Oxford: Oxford University Press.
- Radonjić, O. (2005). Tržište novca i kapitala: značaj, učesnici i instrumenti. *Bankarstvo*, 7–8, 39–45.
- Radosavljević, R. (2013). *Finansijska integracija Evropske unije i njen uticaj na finansijsko tržište Srbije* (doktorska disertacija), Beograd: Fakultet političkih nauka.
- Radović, M. (2010). Neophodnost i ciljevi posebnog pravnog uređenja sukoba interesa na tržištu kapitala. *Pravni život*, 11(23), 177–191.
- Radović M. (2011). *Bankarski posao depozita hartija od vrednosti* (doktorska disertacija), Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, *Official Journal of the European Union*, L 331.
- Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC, *Official Journal of the European Union*, L 331.
- Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC, *Official Journal of the European Union*, L 331.
- Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, *Official Journal of the European Union*, L 311.
- Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories Text with EEA relevance, *Official Journal of the European Union*, L 201.
- Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012, *Official Journal of the European Union*, L 176.
- 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, *Official Journal of European Union*, L 173.

- Reynolds, J., Cella, K., Peters Chepucavage, L. & Bentsen, K. E. Jr. (2022). *Capital Markets Outlook 2023*. New York – Washington: SIFMA.
- Ristić, Ž. (1990). *Tržište kapitala – teorija i praksa*. Beograd: Privredni pregled.
- Roldan, J. M. (2006). Basel II – an opportunity for convergence in the EU. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 1(14), 24–28.
- Santos, J. A. C. (1998). Commercial Banks in the Securities Business: A Review. *Journal of Financial Services Research*, 14, 35–60.
- Sarkany, Z. (2014). *The new Basel III rules and recent market developments*. Scholars' Press. 1–64.
- Schinasi, G. J. (2011). Financial-Stability Challenges in European Emerging-Market Countries. *Policy Research Working Paper*, 5773, The World Bank, 1–57.
- Second Council Directive 89/646/EEC of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC, *Official Journal*, L 386.
- Selody, J. (2011). The nature of systemic risk. In: J. R. LaBrosse, R. Olivares Caminal, & D. Singh (Eds.) *Managing Risk in the Financial System* (pp. 23–28). Cheltenham – Northampton: Edward Elgar.
- Sovilj, R. (2011). Multilateralna trgovačka platforma. U: V. Radović (Ur.) *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije* (str. 34–0353). Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Sovilj, R. (2017). Upravljanje kreditnim rizikom u bankama sa stanovišta sudske prakse. *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, 75(LVI), 95–106.
- Sovilj, R. & Stojković Zlatanović, S. (2017). Uloga Komisije za hartije od vrednosti u postupku nadzora nad poslovanjem investicionih društava. U: M. Bejatović (Ur.) *Nezavisnost pravosuđa* (str. 351–362). Novi Sad: Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu.
- Sovilj, R. & Stojković Zlatanović, S. (2018). Modeli upravljanja operativnim rizikom u investicionim društvima u procesu evropskih integracija Republike Srbije. *Megatrend revija*, 2(15), 1–16.
- Sovilj, R. (2019). Legal Aspects of Globalization and Integration of the financial Markets – Case Study of Serbia. In: G. Ilik & A. Stanojoska (Eds.) *Towards a Better Future: Democracy, EU Integration and Criminal Justice* (pp. 160–170). Bitola: Faculty of Law - Kicevo, University St. Kliment Ohridski.
- Sovilj, R. (2019). Pravni okvir poslovanja islamskih banaka – mogućnost primene Bazelskih standarda. *Pravo i privreda*, 4–6(57), 521–535.
- Sovilj, R. (2020). Izazovi upravljanja kreditnim rizikom u investicionim društvima u kriznim situacijama. *Strani pravni život*, 3(LXIV), 43–56.
- Sovilj, R. (2020). Pravni okvir i politike upravljanja rizicima u brokersko-dilerskim društvima i ovlašćenim bankama. U: I. Arsić & V. Mentus (Ur.) *Promišljanja aktuelnih društvenih izazova : regionalni i globalni kontekst* (108–125). Beograd: Institut društvenih nauka.
- Sovilj, R. (2020). Pravno uređenje islamskog finansijskog tržišta. U: V. Čolović & S. Manić (Ur.) *Uvod u šerijatsko pravo (Introduction to Sharia Law)* (str. 217–227). Beograd: Institut za uporedno pravo u saradnji sa Departmanom za pravne nauke Univerziteta u Novom Pazaru.
- Sovilj, R. (2020). Tržište zelenih hartija od vrednosti – stanje i perspektive. *Pravo i privreda*, 2(58), 137–153.

- Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. U: M. Reljanović (Ur.) *Regional Law Review* (str. 297–311). Belgrade: Institute of Comparative Law.
- Sovilj, R. & Stojković Zlatanović, S. (2021). Pravna obeležja upravljanja tržišnim rizicima u investicionim društvima. *Strani pravni život*, 2(LXV), 267–279.
- Sovilj, R. (2022). Pravne posledice klimatskih promena na redefinisane tržišta kapitala – može li tržište kapitala doprineti ostvarivanju ciljeva niskougljeničnog razvoja?. *Pravo i privreda*, 2(60), 335–354.
- Sovilj, R. (2022). Tranzicija i reforma tržišta kapitala – Od transformacije jugoslovenskog tržišta kapitala do zelenih obveznica. U: S. Nikolić Popadić, M. Milenković & R. Sovilj (Ur.) *Tranzicija i vladavina prava* (str. 21). Beograd: Institut društvenih nauka.
- Sovilj, R. (2023). Sličnosti i razlike u emisiji hartija od vrednosti i virtuelnih valuta – pitanje pravne odgovornosti emitenta. *Glasnik Advokatske komore Vojvodine*, 1(XCV), 196–233.
- Spanakos, E. (2000). Harmonization of international adequacy rules for securities firms: an argument to implement the value at risk approach by adopting Basle's international model methodology. *Brooklyn Journal of International Law*, 1(26), 221–250.
- Stabile, D. T., Prior, K. A. & Hinkes, A. M. (2020). *Digital Assets and Blockchain Technology – US Law and Regulation*, Cheltenham, UK • Northampton, USA: Edward Elgar Publishing.
- Steinberg, M. (1996). *Understanding Securities Law*. New York: Mathew & Bender.
- Stiglitz, J. E. (1994). The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* (pp. 19–52). Washington DC: The World Bank – The International Bank for Reconstruction and Development.
- Stojković Zlatanović, S. (2019). (Radne) kooperative kao deo politike održivog ekonomskog razvoja i koncepta dostojanstva na radu. *Pravo i privreda*, 7–9(57), 691–704.
- Strategija za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine, *Službeni glasnik RS*, br. 102/2021.
- Šehović, D. Potreba za uvođenjem Bazela II: Osetljivost na rizik. Dostupno na: <http://www.cgekonomist.com>. Pristupljeno: 20. 7. 2022.
- Taboroši, S. (2009) *Ekonomsko pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Tasić, Z. (2012). Karakteristična obeležja i značaj finansijskog tržišta. *Pravno-Ekonomske pogledi*, 3(3), 1–13.
- Taylor, M. (1995). *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*. London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1–18.
- Thomson, E. (2012). Dodd-Frank and Basel III's Skin in the Game Divergence and Why it is Good for the International Banking System. *The Global Business Law Review*, 2(2), 159–174.
- Todorović, N. (2011). Individualni investitori na finansijskom tržištu. *Pravo i privreda*, 4–6(48), 590–600.
- Todorović, V. (2013). Alternativni regulatorni pristupi upravljanju bankarskim krizama. *Ekonomski horizonti*, 3(XV), 213–227.

- Uputstvo o načinu izračunavanja kapitala brokersko-dilerskog društva, Beograd: Komisija za hartije od vrednosti. 2011.
- Vasiljević, B. & Delić, M. (2009). Regulacija finansijskog tržišta. *Pravo i privreda*, 5–8(46), 466–477.
- Vasiljević, B. & Delić, M. (2010). Finansijska kriza i regulacija. *Pravo i privreda*, 4–6(47), 235–245.
- Vasiljević, B. (2011). Finansijske krize i rezistentnost bankarskih sistema. *Pravo i privreda*, 4–6(48), 553–562.
- Vasiljević, B. & Radosavljević, R. (2012). Finansijska integracija Evropske unije i regulisanje sistemskog rizika. *Pravo i privreda*, 4–6(49), 305–316.
- Vasiljević, M. (2007). *Kompanijsko pravo*. Beograd: Službeni glasnik – Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Vasiljević, M. (2007). *Korporativno upravljanje – pravni aspekti*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Vasiljević, M. (2008). *Trgovinsko pravo*, Beograd: Službeni glasnik – Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Vasiljević, M., Vasiljević, B. & Malinić, D. (2008). *Finansijska tržišta*. Beograd: Komisija za hartije od vrednosti.
- Vasiljević, M. (2009). Korporativno upravljanje i agencijski problemi. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, 1(57), 5–24.
- Veil, R. (2017). *European Capital Markets Law* (second edition). Oxford and Portland: Hart Publishing.
- Veljić, Lj. (2004). Neka sporna pitanja povodom rešenja donetih u postupku kontrole banaka. *Pravo i privreda*, 5–8(41), 979–986.
- Vićentijević, R. (2007). Ovlašćena banka kao pokrovitelj emisije akcija. *Pravni život*, 13, 107–113.
- Vičić, M. (2022). Novi Zakon o tržištu kapitala Srbije i harmonizacija sa MiFID II. *Evropsko zakonodavstvo*, 77–78(XXI), 125–139.
- Višekruna, A. (2018). Rešavanje sporova u vezi sa hartijama od vrednosti pred arbitražom. *Pravo i privreda*, 4–6(56), 501–514.
- Višekruna, A. (2018). The access to the EU financial market for the companies from non-member states. *EU and comparative law issues and challenges series*, 2, 656–671.
- Višekruna, A. (2022). Pristup finansijskom tržištu Evropske unije putem režima ekvivalentnosti – novi pravci razvoja institucija u svetlu Brexit-a. *Revija za evropsko pravo*, 1(24), 99–120.
- Vračarić, V. (2009). Razvoj i stabilizacija finansijskog sistema. *Pravo i privreda*, 5–8(46), 606–634.
- Vračarić, V. (2010). Velike finansijske institucije i sistemski rizik. *Pravo i privreda*, 4–6(47), 315–326.
- Vračarić, V. (2012). Volkerovo pravilo: Nova verzija Glas-Stigl zakona?. *Pravo i privreda*, 46(49), 409–417.
- Vučković, S., & Prvulović, V. (2013). Uspon i pad univerzalnog bankarstva. *Bankarstvo*, 5, 54–79.
- Vukadin, E. (2007). *Ekonomska politika*, Beograd: Dosije.

- Walker, G. A. (2010). The Global Credit Crisis and Regulatory Reform. In: I. G. MacNeil & J. O'Brien (Eds.) *The Future of Financial Regulation* (pp. 194–200). Oxford – Portland: Hart Publishing.
- Walker, G. A. (2011). Capital and liquidity reform – a new global agenda. In: J. R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal, D. Singh (Eds.) *Managing Risk in the Financial System* (pp. 351–360). Cheltenham – Northampton: Edward Elgar.
- Walter, I. (2003). Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms. *NYU Working paper*, 2451(27263), 1–36.
- Walter, I. (2008). Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far. *NYU Working paper*, 2451(26089), 1–36.
- Wellink, N. (2011). Basel III and beyond. *Bankarstvo*, 1–2, 102–111.
- Wellink, N. (2011). Basel III: A roadmap to better banking regulation and supervision. *Bankarstvo*, 5–6, 110–119.
- Wiebogen, M. (2007). The role of dealers in the international financial markets. *Bankarstvo*, 9–10, 22–29.
- Wood, P. R. (2008). *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet & Maxwell.
- Wymeersch, E. (1977). *Control of Securities Markets in the European Economic Community*, Brussels: Competition – Approximation of Legislation Series No 31.
- Zajmi, S. (2011). Harmonizacija finansijskog izveštavanja kao jedan od preduslova internacionalizacije poslovanja. *Pravno-ekonomski pogledi*, 1, 1–19.
- Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/2005.
- Zakon o digitalnoj imovini, *Službeni glasnik RS*, br. 153/2020.
- Zakon o obligacionim odnosima, *Službeni list SFRJ*, br. 29/1978, 39/1985, 45/1989, 57/1989, *Službeni list SRJ*, br. 31/1993, *Službeni list SCG*, br. 1/2003 – Ustavna povelja, *Službeni glasnik RS*, br. 18/2020.
- Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom, *Službeni glasnik RS*, br. 73/2019.
- Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS*, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 i 109/2021.
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, *Službeni list SRJ*, br. 65/2002.
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, *Službeni glasnik RS*, br. 47/2006.
- Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020.
- Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 129/2021.
- Zhang, F. (2018). *The Institutional Evolution of China, Government vs Market*. Cheltenham – Northampton: Edward Elgar.

INDEKS POJMOVA

- adekvatnost kapitala 36, 42, 43, 50, 51, 52, 63, 79, 84, 154, 171
agencije 44, 45, 50, 53, 57, 71, 136, 138, 149, 157
agent emisije 80, 86, 90, 100, 103
akcije 18, 19, 25, 28, 29, 31, 32, 66, 106, 113, 117, 119, 152, 177
akcioni plan 37, 38, 45, 46, 47
algoritamsko trgovanje 15, 71, 116, 117, 118, 119, 178, 181
alternativni sistemi trgovine 27, 28, 29, 103, 104, 105, 109, 117, 178
asimetričnost informacija 19, 20, 124, 133
- bankarski poslovi 67, 81
Banka za međunarodna poravnanja 48
banke 11, 18, 19, 41, 46, 48, 49, 50, 51, 52, 54, 55, 56, 57, 63, 64, 73, 81, 82, 83, 84,
85, 88, 90, 97, 98, 101, 125, 142, 147, 148, 149, 170, 176
Bazelski komitet za nadzor nad bankama 13, 33, 48, 49, 50, 52, 53, 55, 56, 170, 171, 176
Beogradska berza 12, 31, 67, 175
berza 18, 23, 27, 28, 104, 106, 108, 109, 126, 130
Blic krah 117
broker 25, 61, 62, 64, 65, 66, 83, 87, 103, 104, 116, 120, 153, 164, 175
BrokerCheck 62
brokerski poslovi 34, 80, 86, 87
brokersko-dilersko društvo 11, 12, 15, 19, 36, 50, 51, 52, 53, 54, 57, 60, 61, 62, 66,
67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 76, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 85, 86, 88, 97, 98,
103, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 126, 134, 147, 149, 153, 164, 169,
170, 173, 174, 175, 180
- Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti 75, 96, 97, 127
- deregulacija 11, 12, 14, 23, 24, 146
digitalizacija 14, 15, 22, 23, 116, 178, 179
digitalna imovina 15, 119, 120, 121, 122, 149, 150, 175
digitalni tokeni 15, 119, 120, 121, 122, 150
diler 64, 65, 66, 99, 116, 120
dilerski poslovi 41, 86, 93, 98, 178
Dod-Frenkov zakon 56, 57
dozvola 15, 35, 36, 38, 39, 40, 67, 68, 70, 71, 72, 73, 75, 77, 83, 86, 88, 98, 101, 105,
106, 108, 110, 112, 114, 115, 118, 120, 121, 122, 140, 141, 142, 143, 144,
147, 149, 164, 166, 169, 181
društvo za upravljanje investicionim fondovima 60, 68, 74
- efikasnost finansijskog tržišta 24, 25, 26

- eksterni efekti 19, 153
- emitent 20, 41, 90, 100, 101, 102, 103, 162
- evrointegracije 15
- Evropska unija 21, 33, 38, 39, 45, 58, 63, 131, 158, 163, 176, 179
- Evropski odbor za sistemski rizik 58, 157, 158, 159, 160
- Evropski sistem za finansijski nadzor 58, 157, 158, 159, 160
- Evropsko nadzorno telo za hartije od vrednosti i tržišta kapitala 41, 44, 45, 112, 160, 161, 162, 163

- fiducijarna dužnost 127, 132, 133
- filijala 39, 43, 49, 61, 65, 72, 73, 88, 163
- finansijske inovacije 15, 35, 55, 145, 178
- finansijske institucije 11, 13, 19, 21, 23, 32, 47, 48, 54, 69, 82, 146, 147, 148, 149, 150, 152, 154, 157, 160, 176, 178, 179
- finansijski derivati 21, 23, 27, 52, 57, 60, 124
- finansijski instrumenti 14, 18, 20, 23, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 32, 33, 36, 38, 39, 40, 41, 42, 44, 51, 52, 63, 69, 72, 73, 74, 80, 83, 84, 88, 91, 94, 96, 97, 99, 104, 105, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 125, 127, 130, 131, 135, 138, 139, 140, 141, 142, 144, 145, 151, 153, 155, 157, 163, 168, 169, 173, 175, 176, 177, 180, 181
- finansijski sistem 11, 12, 13, 23, 44, 48, 49, 50, 55, 56, 57, 58, 60, 145, 146, 147, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 158, 160, 163, 174, 180
- finansijsko tržište 11, 12, 14, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 29, 33, 36, 42, 48, 49, 50, 51, 52, 54, 58, 60, 64, 76, 81, 82, 98, 99, 124, 147, 148, 149, 150, 151, 153, 156, 157, 161, 172, 176, 180
- Forum za finansijsku stabilnost 57

- globalizacija 12, 13, 14, 22, 55, 59, 146

- hartije od vrednosti 11, 18, 19, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 33, 34, 39, 41, 44, 45, 46, 51, 55, 59, 60, 61, 62, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 72, 74, 75, 79, 81, 82, 83, 85, 86, 88, 89, 90, 92, 93, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 108, 109, 110, 111, 112, 114, 117, 119, 120, 121, 122, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 140, 148, 149, 150, 153, 154, 160, 161, 162, 163, 164, 165, 169, 170, 175, 176, 177
- hipotekno tržište 11

- informacione tehnologije 12, 23
- insajderske informacije 20, 32, 114, 116
- institucionalni investitori 19, 61, 66, 69, 135
- integracija 12, 19, 22, 23, 34, 37, 45, 47, 149, 152, 156
- integrisano tržište kapitala 35, 37, 43, 45, 47, 157
- internacionalizacija 14, 22, 23, 146, 179
- investicione aktivnosti 15, 43, 68, 70, 73, 98, 125, 129, 133, 143, 151, 154
- investicione banke 19, 23, 50, 55, 60, 103, 154
- investicione usluge 15, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 42, 43, 44, 67, 70, 73, 76, 78, 80, 81, 84, 85, 88, 91, 96, 98, 104, 125, 127, 129, 133, 135, 138, 139, 140, 143, 151, 164, 177, 181

- investicioni fond 18, 60, 68, 86, 149
- investiciono društvo 11, 13, 14, 15, 16, 19, 20, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 49, 50, 52, 53, 54, 55, 56, 58, 60, 63, 64, 65, 67, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 83, 84, 85, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 160, 163, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181
- investiciono svetovanje 34, 35, 41, 80, 86, 88, 98, 127, 130
- investitori 15, 18, 19, 20, 25, 26, 28, 32, 34, 37, 42, 43, 44, 47, 57, 60, 61, 62, 64, 66, 69, 71, 82, 84, 88, 98, 100, 103, 108, 115, 116, 120, 129, 130, 135, 136, 140, 143, 147, 151, 152, 161, 165, 168, 169, 170, 171, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181
- islamske banke 56
- izloženost rizicima 51, 84, 96, 145, 173
- izvršenje naloga 27, 42, 69, 80, 93, 94, 95, 107, 109, 113, 116, 122, 126, 127, 128, 130, 131
- javna uprava 13
- kapitalni zahtevi 35, 36, 50, 53, 55, 79, 147, 155
- kastodi banka 86, 149
- Komisija za hartije od vrednosti 32, 59, 63, 67, 68, 70, 73, 74, 80, 81, 83, 84, 85, 86, 88, 97, 98, 101, 106, 110, 112, 114, 121, 122, 127, 142, 143, 144, 147, 149, 150, 164, 165, 166, 168, 169, 173, 179
- Komisija za hartije od vrednosti i berze SAD 61, 71, 104, 117, 120, 127
- komision 30, 86, 87, 91, 93, 132
- komunitarno pravo 13, 14, 16, 31, 138, 181
- korporativne obveznice 18, 177
- kreditna institucija 11, 35, 50, 52, 53, 56, 66, 73, 81, 85, 176
- kreditni rizik 52, 83, 97
- liberalizacija 12, 14, 23, 37
- likvidnost 21, 23, 27, 29, 31, 48, 55, 56, 64, 65, 83, 84, 116, 119, 123, 125, 145, 151, 152, 153, 154, 173
- maksimalna harmonizacija 40, 43, 162
- market mejker 65, 80, 86, 99, 100, 104, 111
- Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti 13, 33, 59, 176
- Međunarodni monetarni fond 33, 57, 58, 158
- međunarodno pravo 13
- minimalna harmonizacija 36, 37, 40
- minimalni kapital 79, 80, 84, 85, 98, 106, 110, 112, 121, 143, 150
- moralni hazard 20, 155
- multilateralna trgovačka platforma 12, 27, 28, 30, 41, 65, 80, 84, 105, 108, 109, 175, 178

municipalne obveznice 18, 177

nacionalni tretman 36, 40

nadzor 12, 13, 14, 15, 26, 31, 36, 40, 41, 43, 46, 48, 49, 50, 53, 54, 56, 58, 68, 69,
71, 72, 73, 85, 95, 118, 121, 123, 127, 142, 143, 145, 146, 147, 148, 149,
150, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 165, 166, 167, 168,
169, 176, 178, 180

Narodna banka Srbije 63, 75, 83, 84, 85, 91, 119, 128, 149, 150, 169, 170

negativna selekcija 20

nepotpuno tržište 19, 20

obligacionopravni odnosi 15, 94

obveznice 18, 28, 29, 60, 109, 175, 177

odbor direktora 48, 68, 75, 85, 123, 169

odgovornost 49, 53, 57, 62, 88, 90, 101, 103, 107, 137, 140, 141, 159, 160

operativni rizik 52, 53, 126, 152, 171

opšta akta 78, 165

Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj 57

organizovana trgovačka platforma 27, 28, 30, 44, 65, 80, 84, 86, 105, 108, 109, 178

organizovano tržište 18, 26, 43, 90, 104, 111

OTC tržište 28, 30, 108

ovlašćena banka 11, 12, 15, 35, 36, 43, 44, 50, 52, 53, 63, 66, 67, 72, 73, 76, 77, 81,
82, 83, 84, 85, 86, 88, 90, 91, 103, 106, 123, 124, 125, 126, 134, 149, 169,
170, 173, 174, 175, 180

platformizacija 14, 15, 23, 178

pokroviteljstvo 41, 100, 101, 102, 103, 122

portfolio menadžer 62, 65, 86, 95, 98

posredovanje 30, 62, 64, 86, 87, 89, 114, 116, 132, 152, 169, 178

pravna regulativa 14, 34, 35, 63, 145

pravna tradicija 16, 180

pravni položaj 13, 15

prekogranične investicije 46

prudencijalna regulativa 41, 148

recesija 11, 46

Registar privrednih subjekata 72, 121, 140

Regulatorna uprava za finansijsku industriju 61, 62, 120

regulatorni organi 12, 14, 24, 54, 60, 70, 74, 79, 106, 112, 120, 131, 138, 145, 165,
173, 179

regulisano tržište 12, 21, 27, 28, 30, 35, 59, 60, 92, 106, 108, 109, 110, 111, 128,
142, 166, 170, 175

rizičnost poslovanja 68, 181

rizik likvidnosti 55, 83

sistematski posrednik 27, 28, 30, 65, 105, 110, 111, 112, 113, 126, 130

sistemski rizik 19, 23, 56, 57, 58, 59, 60, 83, 115, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155,
156, 157, 158, 159, 161, 164, 169, 179

- standardi poslovanja 123
- Subprime kriza 54
- sukob interesa 29, 39, 41, 42, 43, 45, 57, 71, 76, 99, 110, 127, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139, 140, 177
- svetska ekonomska kriza 11, 41, 145, 153, 157
- Svetska federacija efektivnih berzi 33, 59
- transparentnost 14, 21, 23, 27, 32, 39, 44, 53, 57, 108, 162, 170, 171, 174, 177, 181
- trgovci hartijama od vrednosti 11, 61, 62, 64, 67, 68, 69, 70, 81, 83, 98, 100, 105, 133
- tržišna disciplina 15, 53, 54, 170, 171, 172, 174
- tržišni operater 43
- tržišni rizik 51, 83, 148
- tržišni snabdevač 65, 66, 67, 99, 100, 111
- tržište kapitala 11, 12, 13, 14, 15, 22, 26, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 52, 53, 54, 56, 57, 59, 60, 61, 62, 63, 65, 66, 67, 69, 70, 72, 74, 76, 78, 81, 82, 83, 84, 85, 87, 88, 91, 94, 100, 101, 102, 105, 106, 108, 109, 112, 116, 117, 119, 121, 122, 123, 128, 129, 131, 133, 134, 136, 137, 138, 141, 145, 146, 147, 148, 150, 151, 153, 154, 155, 156, 159, 162, 163, 164, 165, 168, 169, 171, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181
- tržište novca 26, 29, 82, 85, 169
- Udruženje za industriju hartija od vrednosti i finansijska tržišta 33, 60
- unija tržišta kapitala 45, 46, 47, 162
- uporedno pravo 14
- uprava društva 68, 71, 166, 172
- upravljanje portfeljem 34, 35, 41, 95, 96, 98, 122, 127, 128, 134, 177
- upravljanje rizicima 23, 42, 51, 53, 54, 63, 84, 98, 103, 115, 123, 125, 145, 146, 147, 151, 165, 167, 171
- ustupanje klijenata 94
- valutni rizik 79
- veštačka inteligencija 62
- vezani zastupnik 73, 74, 88, 91, 139, 140, 141
- virtuelne valute 119, 150
- visokofrekventno algoritamsko trgovanje 117, 118, 178, 181
- zastupanje 30, 41, 60, 64, 70, 86, 87, 89, 93, 132, 166
- zaštita ulagača 27, 39, 69, 112, 179
- Zelena knjiga 46
- zelena tranzicija 47

CIP – Каталогизacija у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

330.322:061.2

СОВИЉ, Ранко, 1986–

Правни положај инвестиционих друштava на тржишту капитала / Ranko Sovilj. – Београд : Институт друштвених наука, 2023 (Београд : RIC Графичког инжењерства Tehнолошко-metalуршког факултета). – 199 стр. ; 22 cm

Тираж 150. – Napomene i bibliografske reference uz tekst.
– Bibliografija: str. 183–194. – Registar.

ISBN 978-86-7093-266-1

а) Инвестициона друштва – Правни положај

COBISS.SR-ID 123349769