

ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ УНИВЕРЗИТЕТА У БЕОГРАДУ

Библиотека
ЗБОРНИЦИ

Ова монографија се издаје у оквиру пројекта „Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније“, евиденциони број: 179077, који се финансира од стране Министарства за науку и технолошки развој.

УСКЛАЂИВАЊЕ ПОСЛОВНОГ
ПРАВА СРБИЈЕ СА ПРАВОМ
ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ – 2011

БЕОГРАД • 2011

УСКЛАЂИВАЊЕ ПОСЛОВНОГ ПРАВА СРБИЈЕ
СА ПРАВОМ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ – 2011

Издавач

Правни факултет Универзитета у Београду
Центар за издаваштво и информисање

За издавача

Проф. др Мирко Васиљевић, декан

Уредник

Проф. др Драган М. Митровић

Рецензенти

Проф. др Дејан Поповић
Проф. др Зоран Арсић
Проф. др Бранко Васиљевић
Проф. др Радован Вукадиновић

© Правни факултет Универзитета у Београду, 2011

Сва права задржана. Ниједан део ове књиге не може бити репродукован, пре-
снимаван или преношен било којим средством – електронским, механичким, копи-
рањем, снимањем, или на било који други начин без претходне сагласности аутора
и издавача.

www.ius.bg.ac.rs

**Усклађивање пословног права Србије
са правом Европске уније – 2011**

САДРЖАЈ

**I
САВРЕМЕНЕ ТЕНДЕНЦИЈЕ У КОМПАНИЈСКОМ И
СТЕЧАЈНОМ ПРАВУ**

<i>Мирко</i> ВАСИЉЕВИЋ	
Грађанско право и <i>business judgement rule</i> -----	11
<i>Александра</i> ЈОВАНОВИЋ	
Политичка економија корпоративног управљања – отворена питања-----	46
<i>Добросав</i> МИЛОВАНОВИЋ	
У сусрет новим решењима Закона о поступку регистрације у Агенцији за привредне регистре-----	67
<i>Вук</i> РАДОВИЋ	
Да ли флексибилност комунитарног права преузимања води дивергенцији националних решења? -----	91
<i>Татјана</i> ЈЕВРЕМОВИЋ ПЕТРОВИЋ	
Заштита поверилаца путем правила о капиталу друштва -----	114
<i>Бранко</i> РАДУЛОВИЋ	
Емпиријска анализа банкрутства у Републици Србији -----	146
<i>Мирјана</i> РАДОВИЋ	
Ограничена заштита стварних акционара према Директиви ЕЗ о правима акционара: шта очекивати од права Србије? -----	184

II
ТРЖИШНА РЕГУЛАЦИЈА
(ТРЖИШТЕ РОБА И УСЛУГА, ТРЖИШТЕ РАДА И ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА)

<i>Светислав ТАБОРОШИ</i>	
„Меко“ право као оквир друштвене регулације -----	205
<i>Небојша ЈОВАНОВИЋ</i>	
Нови законодавни „мућак“ Србије у MiFID окружењу -----	228
<i>Татјана ЈОВАНИЋ</i>	
Елементи регулаторног режима органске производње хране -----	305
<i>Ранко СОВИЉ</i>	
Мултилатерална трговачка платформа -----	340

III
ПРАВНИ АСПЕКТИ УКЉУЧИВАЊА СРБИЈЕ У
ЕКОНОМСКЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ

<i>Душан ПОПОВИЋ</i>	
Критички осврт на Споразум о трговинским аспектима права интелектуалне својине (TRIPs) -----	357
<i>Милена ЂОРЂЕВИЋ, Марко ЈОВАНОВИЋ</i>	
Неки институти царинског права Европске уније у светлу праксе Европског суда правде и Тела за решавање спорова Светске трговинске организације -----	373
<i>Светислав КОСТИЋ</i>	
Пристапање Србије Европској унији и европско секундарно право у области непосредних пореза са посебним освртом на Директиву о пореском третману дивиденди које филијала исплаћује матичној компанији -----	411

IV
ОДГОВОРНОСТ У ПРИВРЕДИ И ПОШТОВАЊЕ ПРАВА

<i>Зоран Р. ТОМИЋ</i>	
Извршење пресуда управног суда -----	433
<i>Гордана ИЛИЋ-ПОПОВ</i>	
Порескоправни третман донација у Републици Србији -----	452

<i>Марко БУРЂЕВИЋ</i>	
Одговорност јавног бележника за штету проузроковану сопственом радњом (према Закону о јавним бележницима) -----	470
<i>Наташа ПЕТРОВИЋ ТОМИЋ</i>	
О обештећењу директора компанија -----	489
<i>Ненад ТЕШИЋ</i>	
Пословна тајна на српски начин (<i>de lege lata</i>) -----	515
<i>Дарија МАРИЋ</i>	
Пословна етика и социјална одговорност бизниса -----	541

Ранко СОВИЉ

стипендиста – докторант Министарства просвете и науке

МУЛТИЛАТЕРАЛНА ТРГОВАЧКА ПЛАТФОРМА

Резиме

Мултилатерална трговачка платформа регулисана је Директивом о тржишту финансијских инструмената – MiFID директива 2004. године. Циљ усвајања ове директиве је стварање јединственог тржишта ЕУ за инвестиционе услуге, прилагођавање променама на тржишту капитала и пружање заштите инвеститорима. На путу приступања ЕУ, Република Србија је донела нови Закон о тржишту капитала који је хармонизован са прописима ЕУ. Овим законом у правни живот по први пут су уведени нови институти попут регулисаног тржишта, мултилатералне трговачке платформе, ОТЦ тржишта, и др. чиме је извршена реорганизација досадашњег тржишта инвестиционих услуга. Мултилатерална трговачка платформа представља систем вишестране трговине који омогућава спајање интереса заинтересованих лица за куповину или продају финансијских инструмената. Мултилатералну трговачку платформу организује, односно њоме управља организатор тржишта или инвестиционо друштво уз претходну дозволу Комисије за хартије од вредности. Мултилатерална трговачка платформа омогућава повезивање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената на тржишту, такође омогућава чување и обелодањивање информација о понуди, потражњи, котацији и ценама финансијских инструмената и друге значајне податке, како пре тако и после извршене трансакције.

Кључне речи: *MiFID* директива, мултилатерална трговачка платформа, организатор МТП, транспарентност пре трансакције, транспарентност после трансакције.

1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Мултилатерална трговачка платформа по први пут је регулисана Директивом о тржишту финансијских инструмената (*The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*), чиме су се створили основи за постојање више паралелних тржишних платформи. Идеја постојања јединственог паневропског тржишта капитала није новина, али тек усвајањем Директиве о инвестиционим услугама (*Investment Securities Directive – ISD*) из 1993. године, и увођењем евра као националне валуте Европске уније створили су се предуслови.¹ Директива о инвестиционим услугама садржала је минималне стандарде у погледу обавеза инвестиционих друштава и кредитних институција које пружају инвестиционе услуге, како би ојачала поверење инвеститора и тиме стимулисала развој прекограничних активности. Првобитно, Европска комисија није намеравала да у оквиру ове директиве пружи заштиту инвеститорима, већ се искључиво фокусирала на регулисање прекограничне покретљивости инвестиционих друштава, засновано на стандарду минималне хармонизације.² На крају, директива је прихватила компромисно решење, пружајући заштиту инвеститорима, преуевши у потпуности IOSCO принципе.³ Међутим, сама директива није остварила значајну улогу, те се приступило доношењу нове директиве.

Директива о тржишту финансијских инструмената усвојена је од стране Европског парламента и Савета 21.4.2004. године, и тиме се успоставља јединствено тржиште и регулаторно уређење за пружање инвестиционих услуга, за 27 чланица Европске уније, као и Исланд, Норвешку и Лихтенштајн. У циљу имплементације MiFID-а (тзв. MiFID Level 1), Европска комисија је 10. августа 2006. године усвојила још два додатна документа, и то у форми посебне директиве⁴ и посебних правила (тзв. MiFID Level 2).⁵ Директивама се желео

- 1 G. Ferrarini, „Securities Regulation and the Rise of Pan-European Securities Markets“, у: G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer Law International, The Hague – London 2002, 241.
- 2 M. Tison, „Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States“, у: G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer Law International, The Hague – London 2002, 66–68.
- 3 Више о томе доступно на адреси: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154>, 15.7.2011.
- 4 Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.
- 5 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-

постићи троструки циљ: правно регулисање и стварање јединственог тржишта ЕУ за инвестиционе услуге; прилагодити се променама које су се десиле на тржишту вредносница; пружање заштите инвеститорима од злоупотреба и манипулација стварањем ефикаснијег тржишта.

MiFID директива садржи принципе европског пасоша (*MiFID passport*) који је и раније био предвиђен Директивом о инвестиционим услугама, али уводи концепт максималне хармонизације. Ово је значајна промена у односу на прописе ЕУ о финансијским услугама, који су били засновани на концепту минималне хармонизације и међусобног признавања. Максимална хармонизација формира окружење у којем све компаније на тржишту морају поштовати иста правила и добити једнаке могућности конкуренције.

Како се Република Србија налази у периоду континуираног усаглашавања са прописима ЕУ, као и због изражене тежње привредних субјеката који су учесници на финансијском тржишту да се домаће тржиште капитала учини атрактивнијим како домаћим, тако и страним инвеститорима, указала се потреба доношења новог закона о тржишту капитала. Један од циљева приликом доношења овог закона је и усклађивање са директивама ЕУ из ове области, и то са: MiFID директивом, директивом о проспекту, директивом о транспарентности, директивом о инсајдерским информацијама и о тржишним манипулацијама.

Законом је извршена реорганизација досадашњег финансијског тржишта у односу на Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2006. године. Напуштен је појам организовано тржиште и организатор ванберзанског тржишта, иначе непознати у законодавству ЕУ, а уведено је регулисано тржиште, мултилатерална трговачка платформа, ОТЦ тржиште.

Мултилатерална трговачка платформа је мултилатерални систем који организује, односно којим управља организатор тржишта или инвестиционо друштво и који омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора.⁶ Организатор мултилатералне трговачке платформе може бити брокерско-дилерско друштво или берза уз претходно добијену дозволу Комисије за хартије од вредности. Основни капитал организатора МТП износи 730.000 евра у динарској

keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive.

6 Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, чл. 2, Markets in Financial Instruments Directive – MiFID, чл. 4.

противвредности, што је незнатно мање у односу на некадашњег организатора ванберзанског тржишта, чији је основни капитал износио 750.000 евра у динарској противвредности.⁷ Уколико је организатор МТП уједно и организатор регулисаног тржишта, минимални капитал не може бити мањи од 1.000.000 евра у динарској противвредности. Основни капитал мора у потпуности бити уплаћен у новцу, а акције се не могу издати пре него што се уплати пун износ.⁸

Да би добио дозволу за рад, организатор МТП осим доказа о уплати оснивачког капитала Комисији за хартије од вредности мора приложити и податке о кадровској и организационој оспособљености и техничкој опремљености; оснивачки акт, статут, правилник о тарифи; податке о сваком лицу које стиче квалификовано учешће у организатору; имена и податке о квалификацијама, искуству и пословној репутацији предложених чланова управе и директора. Комисија за хартије од вредности одлучује о захтеву за давање дозволе за рад организатору МТП у року од три месеца од пријема захтева.

Организатор мултилатералне трговачке платформе стиче својство правног лица уписом у Регистар привредних субјеката. Организатор МТП не сме отпочети обављање делатности за коју је добио дозволу за рад пре уписа те делатности у Регистар привредних субјеката.

2. ОРГАНИ ОРГАНИЗАТОРА МУЛТИЛАТЕРАЛНЕ ТРГОВАЧКЕ ПЛАТФОРМЕ

Организатор мултилатералне трговачке платформе има скупштину акционара, управни одбор и директора. С обзиром да закон о тржишту капитала не регулише делатност скупштине организатора МТП, сходно се примењују правила закона којим се уређују привредна друштва.⁹ Управни одбор има председника и најмање четири члана. Мандат чланова управног одбора и директора износи четири године и могу бити реизабрани. Директор не може бити истовремено и председник управног одбора. За директора и чланове управног одбора могу бити изабрана лица која имају адекватну пословну репутацију и најмање три године радног искуства у вези послова са хартијама од вредности, у циљу обезбеђења ефикасног и поузданог регулисаног тржишта и мултилатералне трговачке платформе. Лице

7 Н. Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 112.

8 ЗТК, чл. 99.

9 Закон о привредним друштвима – ЗПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, чл. 327.

које буде изабрано за директора организатора МТП мора бити запослено са пуним радним временом, и да зна српски језик, а то се тражи и за најмање једног члана управног одбора.¹⁰ У недостатку правила везаних за надлежност чланова управног одбора и директора, кооптације чланова одбора, накнаде за њихов рад, престанак мандата, сходно се примењују одредбе Закона о привредним друштвима као *lex generalis*.

Законом су прописане и сметње за избор директора и члана управног одбора организатора МТП. Директор или члан управног одбора не могу бити лица: која подлежу примени правних последица осуде; која су на руководећој позицији или запослена у државним органима; лице које је директор, члан управног одбора, запослени у другом организатору тржишта, у Централном регистру, брокерско-дилерском друштву, кредитној институцији са овлашћеном банком, јавном друштву или инвестиционом фонду чије су вредноснице укључене на тржиште.

Комисија за хартије од вредности даје сагласност за избор, односно именовање директора и чланова управног одбора организатора МТП у року од 30 дана од дана пријема захтева. Комисија може повући претходно дату сагласност за избор, тј. именовање директора или члана управног одбора када утврди да је решење о давању сагласности донето на основу неистинитих или непотпуних података, или када лице више не испуњава услове прописане законом.

Организатор мултилатералне трговачке платформе мора имати најмање два лица која га заступају у складу са његовим општим актима.¹¹

3. СТИЦАЊЕ КВАЛИФИКОВАНОГ УЧЕШЋА У ОРГАНИЗАТОРУ МТП

Акционари организатора МТП могу бити домаћа и страна лица. Када физичко или правно лице одлучи да посредно или непосредно стекне, односно увећа квалификовано учешће у организатору МТП, тако да проценат акција са правом гласа или учешћа у капиталу достигне или пређе 10%, 20%, 33%, 50% учешћа у капиталу, дужно је да Комисији за хартије од вредности поднесе захтев за давање претходне сагласности. Исту обавезу имају и лица која одлуче да смање проценат квалификованог учешћа у организатору МТП. Након што потврди пријем захтева, Комисија у року од 60

¹⁰ ЗТК, чл. 107.

¹¹ ЗТК, чл. 107; MiFID, чл. 37.

дана утврђује испуњеност услова. Приликом одлучивања о захтеву, у циљу обезбеђења сигурног управљања у организатору МТП у коме се стиче квалификовано учешће, Комисија за хартије од вредности оцењује подобност предложеног стицаоца и финансијску оправданост предложеног стицања користећи критеријуме попут: репутација предложеног стицаоца; његова финансијска стабилност; постојање основане сумње да се у вези са предложеним стицањем врши или покушава вршити прање новца или финансирање тероризма итд.¹²

Ако организатор МТП стекне сазнања о стицању или отуђивању учешћа у свом капиталу, што доводи до тога да поменути проценти пређу или падну испод прописаних прагова, дужан је да без одлагања обавести о томе Комисију за хартије од вредности. Иначе организатор МТП има обавезу да најмање једанпут годишње обавештава Комисију о акционарима који поседују квалификовано учешће, и о величини њиховог учешћа.

Лице које стекне квалификовано учешће у организатору МТП супротно закону, Комисија за хартије од вредности одузима му право гласа које произлази из тако стеченог квалификованог учешћа, као и што му налаже продају стеченог квалификованог учешћа.¹³

4. ОПШТИ АКТИ ОРГАНИЗАТОРА МТП

Организатор мултилатералне трговачке платформе мора имати оснивачки акт, статут, правила и процедуре пословања и правилник о тарифи. Комисија даје претходну сагласност на наведене опште акте, као и на њихове измене, како би проверила да ли су у складу са законом. Без ње, поменути општи акти и њихове измене не могу да ступе на снагу.

На оснивачки акт и статут сходно се примењују правила закона који уређује привредна друштва. Новоусвојени Закон о привредним друштвима из 2011. године прописује да је оснивачки акт конститутивни акт који може имати форму одлуке о оснивању уколико га оснива једно лице или уовора о оснивању ако га оснивају више лица. Потписи на оснивачком акту оверавају се у складу са законом којим се уређује овера потписа. Оснивачки акт и статут сачињавају се у писаној форми и региструју се у складу са законом о регистрацији.¹⁴ Статут се мења одлуком скупштине. Обавеза законског заступника је да након сваке измене статута или оснивачког акта, сачини и потпише пречишћени текст тих докумената.

12 ЗТК, чл. 102.

13 ЗТК, чл. 105; MiFID, чл. 38.3.

14 ЗПД, чл. 11.

Оснивачки акт је ништав уколико: нема форму прописану законом; је делатност друштва која се наводи у оснивачком акту супротна принудним прописима и јавном поретку; не садржи одредбе о пословном имену, улозима чланова, износу основног капитала или претежној делатности друштва; су сви потписници у тренутку закључења оснивачког акта, били правно или пословно неспособни.¹⁵ Ништавост оснивачког акта утврђује надлежни суд. Уколико разлози ништавости не буду отклоњени до закључења главне расправе, суд ће пресудом утврдити ништавост оснивачког акта.¹⁶

Организатор МТП је обавезан да наплаћује накнаде за пружање услуга и послова до максималних износа прописаних тарифником који је претходно достављен Комисији за хартије од вредности.

Општи акти организатора МТП обухватају и правила понашања чланова управе и запослених, у којима су садржане одредбе о чувању пословне тајне и процедуре чији је основни циљ спречавање злоупотребе поверљивих или инсајдерских информација.¹⁷ Кодекс понашања одобрава Комисија за хартије од вредности, и треба да садржи исте мере предострожности, које су предложене за све чланове и запослене у Комисији.

Правилима и процедурама ближе су уређени послови на регулисаном тржишту и мултилатералној трговачкој платформи.

5. ПОСЛОВИ НА МУЛТИЛАТЕРАЛНОЈ ТРГОВАЧКОЈ ПЛАТФОРМИ

Мултилатерална трговачка платформа омогућава повезивање или олакшавање повезивања различитих интереса трећих лица за куповином и продајом финансијских инструмената на тржишту, у складу са обавезујућим правилима тржишта, и на начин који доводи до закључења уговора у вези са финансијским инструментима укљученим у трговање.

Мултилатерална трговачка платформа такође омогућава чување и обелодањивање информација о понуди, потражњи, котацији и тржишним ценама финансијских инструмената, као и све друге неопходне информације које су од значаја за трговање финансијским инструментима, како пре, тако и након извршене трансакције, а у складу са законом и актима Комисије за хартије од вредности.

Општим актима Комисија за хартије од вредности одређује: услове чланства за инвестициона друштва на мултилатералној трго-

15 ЗПД, чл. 13.

16 ЗПД, чл. 14.

17 ЗТК, чл. 116.

вачкој платформи; услове за укључење финансијских инструмената у трговање на МТП, искључење из трговања, као и привремену обуставу трговања таквих финансијских инструмената; услове за трговање финансијским инструментима који су укључени у трговање на мултилатералној трговачкој платформи; спровођење тржишног надзора над трговањем финансијским инструментима укључених на МТП.¹⁸

6. ПРЕДМЕТ ТРГОВИНЕ НА МУЛТИЛАТЕРАЛНОЈ ТРГОВАЧКОЈ ПЛАТФОРМИ

На мултилатералној трговачкој платформи може се трговати како власничким, тако и дужничким хартијама од вредности. Власничке хартије од вредности укључују се у трговање на мултилатералној трговачкој платформи уколико не испуњавају услове предвиђене ни за сегмент регулисаног тржишта који није листинг. Уколико су власничке вредноснице искључене и са регулисаног тржишта, и са мултилатералне трговачке платформе, њима се може слободно трговати на ОТЦ тржишту као на неорганизованом ванберзанском тржишту.

Закон о тржишту капитала омогућава слободно трговање дужничким хартијама од вредности, с обзиром на то да се може обављати истовремено на регулисаном тржишту, МТП, ОТЦ тржишту или купопродајним уговорима.

На мултилатералној трговачкој платформи, као и на регулисаном тржишту тргује се и стандардизованим изведеним финансијским инструментима.¹⁹

Када је укључење хартија од вредности у трговање на мултилатералној трговачкој платформи обавезно, издалац је дужан да, у року од три радна дана од дана пријема обавештења од Централног регистра, поднесе захтев организатору МТП за укључење његових вредносница у трговину. Одмах након што укључи хартије од вредности у трговину, организатор МТП је обавезан да о томе објави обавештење на својој интернет страници, и да примерак тог обавештења пошаље електронским путем издаваоцу, и Комисији за хартије од вредности.²⁰

Законом су таксативно наведене трансакције финансијских инструмената које се обављају ван мултилатералне трговачке платформе и регулисаног тржишта: уколико имају за циљ испуњење мера и обавеза у поступку статусне промене, промене правне форме или

18 ЗТК, чл. 97.

19 ЗТК, чл. 46.

20 ЗТК, чл. 38.

реорганизације привредног друштва; ради остваривања посебних права несагласних акционара; ради извршења правноснажне судске одлуке којом се окончава стечајни, оставински или неки други судски поступак; као и у вези са понудом за преузимање.

Изван мултилатералне трговачке платформе може се трговати акцијама јавних друштава чији су законити имаоци Акцијски фонд, Републички фонд за пензијско и инвалидско осигурање запослених, Републички фонд за развој и Република Србија.²¹

Организатор тржишта који је истовремено и организатор мултилатералне трговачке платформе укључује финансијске инструменте на МТП уколико ти инструменти не испуњавају услове прописане актима организатора тржишта и закона за укључење на регулисано тржиште, на основу одобреног проспекта за укључивање на МТП.

Мултилатерална трговачка платформа укључиће на своје тржиште финансијске инструменте, искључене са регулисаног тржишта када трговање тим инструментима није обављено дуже од 180 дана, и када јавно друштво престане да испуњава услове за укључење у трговање на регулисано тржиште.

Мултилатерална трговачка платформа може да искључи са свог тржишта финансијске инструменте уколико је над јавним друштвом отворен поступак стечаја или ликвидације, као и на захтев јавног друштва коме је престало својство јавног друштва, а несагласни акционари су исплаћени у складу са законом о привредним друштвима.²²

Организатор мултилатералне трговачке платформе може на сопствену иницијативу, или на захтев Комисије за хартије од вредности, привремено обуставити трговање финансијским инструментима који су укључени у трговање, када процени да је то неопходно ради заштите инвеститора или ради обезбеђивања правичног и уредног трговања финансијским инструментима. Такође, организатор МТП може привремено обуставити или чак искључити из трговања финансијски инструмент када такво трговање није у сагласности са његовим правилима. У том случају организатор МТП је обавезан да решење о привременој обустави објави на својој интернет страници, и интернет страници Комисије.²³ Организатор МТП доноси решење о укључењу, одбијању укључења, или искључењу финансијског инструмента из трговања на мултилатералној трговачкој платформи у складу са законом, актима Комисије и својим актима. Решење је коначно и против њега се може покренути управни спор.²⁴

21 ЗТК, чл. 48.

22 ЗТК, чл. 122.

23 ЗТК, чл. 127; MiFID, чл. 41.

24 ЗТК, чл. 128.

7. ОБАВЕЗЕ ОРГАНИЗАТОРА МТП

Једна од основних обавеза организатора МТП је да обезбеди инвеститорима неопходан ниво информација о финансијским инструментима којима се тргује на мултилатералној трговачкој платформи, у циљу доношења одговарајућих инвестиционих одлука. Такође, организатор МТП је обавезан да обезбеди потребне информације о финансијским инструментима приликом њиховог укључења у трговање, али и током самог трговања. Организатор МТП је обавезан да поступа према налозима Комисије за хартије од вредности, када је у питању привремена обустава или искључење из трговања. Организатор МТП је у обавези да омогући Комисији спровођење адекватног надзора у вези са злоупотребама на тржишту у оквиру МТП.

Организатор МТП је обавезан да обезбеди поштено одређивање цена, укључујући и референтне цене, као и ефикасно извршавање налога, при чему правила о трговању и одређивању цена не смеју оставити могућност за слободну процену од стране МТП. Акцијама којима се тргује на мултилатералној трговачкој платформи, а истовремено су укључене и на регулисано тржиште, организатор МТП је дужан да објави актуелне понуде за куповину и продају, као и податке о дубини тржишта. Ови подаци морају бити непрекидно доступни јавности у току уобичајеног времена трговања под разумним комерцијалним условима. Уколико су финансијски инструменти истовремено укључени и на регулисано тржиште, као и на мултилатералну трговачку платформу, али без сагласности издаваоца, у том случају издавалац нема обавезу достављања информација организатору МТП.²⁵

Комисија за хартије од вредности својим актима ближе прописује податке о трговању које је организатор МТП обавезан да објављује; услове под којима организатор МТП може одложено да објављује податке о трговању, као и критеријуме које је организатор МТП дужан да узме и обзир при одређивању трансакција које је могуће одложено објављивати, узимајући у обзир величину трансакција, или врсту акција којима се тргује.²⁶

Како би се заштитили инвеститори на тржишту вредносница, организатору МТП је наметнута и обавеза да учини податке транспарентним и пре вршења трансакције. Инвестиционо друштво и организатор МТП обавезни су да објаве тренутне цене и обим понуде и потражње за трговање по ценама које се објављују преко система трговања за акције које су укључене у трговање. Ове информације морају бити доступне јавности током уобичајеног времена трговања по прихватљивим комерцијалним условима. Надзорна власт, код нас

25 ЗТК, чл. 129.

26 *Ibid.*

Комисија за хартије од вредности, може поменути обавезу инвестиционог друштва и организатора МТП укинути у зависности од модела трговања, или врсте и величине налога, посебно за трансакције које су велике у поређењу са уобичајеном величином налога на тржишту, за дату акцију или врсту акције.²⁷

Организатор МТП има обавезу да учини податке транспарентним и након извршене трансакције. Инвестиционо друштво и организатор МТП су обавезни да објаве цену, обим и време извршене трансакције у вези са акцијама које су укључене у трговање. Истакнути подаци о свим трансакцијама објављују се на прихватљивој комерцијалној основи и што је могуће више у реалном времену. Надзорна власт, у овом случају Комисија за хартије од вредности, може да дозволи инвестиционом друштву и организатору МТП одложено објављивање података о трансакцијама, у зависности од врсте и величине. Комисија ће нарочито одложити објављивање података за трансакције које су несразмерно велике у односу на уобичајену величину тржишта за одређену акцију или класу акција.²⁸

За организатора МТП прописана је и обавеза вођења евиденције о трансакцијама финансијских инструмената који су укључени у трговање на мултилатералној трговачкој платформи. Организатор МТП је обавезан да свакодневно објављује податке на својој интернет страници о финансијским инструментима којима се тог дана трговало, количинама, ценама, као и променама цена.

Организатор МТП је обавезан да Комисији за хартије од вредности доставља: извештаје о стицању и престанку статуса корисника МТП у року од три радна дана од дана доношења одлуке; податке о укључењу у трговање, одбијању укључења у трговање, и искључењу из трговања финансијским инструментима у року од три радна дана од дана доношења решења; годишњи финансијски извештај са извештајем ревизора и извештајем о пословању друштва.²⁹

8. НАДЗОР НАД ОРГАНИЗАТОРОМ МТП

Надзор над организатором МТП спроводи Комисија за хартије од вредности. Када Комисија утврди да је дошло до непоштовања одредби општих аката организатора МТП, доноси решење којим налаже организатору да отклони неправилности, односно незаконитости у остављеном року. При том, Комисија може да изрекне једну или више мера: јавну опомену; налог за привремену забрану обављања

27 ЗТК, чл. 124, MiFID, article 29.

28 MiFID, article 30.

29 ЗТК, чл. 130; MiFID, чл. 42.

појединих или свих послова, трансакција у трајању до десет дана; налог за привремену забрану располагања средствима са рачуна организатора МТП, и другом имовином у трајању до десет радних дана; налог за привремену забрану права по основу квалификованог учешћа највише до три узастопне седнице скупштине организатора МТП; налог за измену, допуну или доношење општег акта.³⁰ Комисија за хартије од вредности без одлагања јавно објављује одлуку о привременом или трајном искључењу из трговања финансијског инструмента.

Комисија за хартије од вредности је овлашћена да привремено, на период до две године, или трајно одузме дозволу за рад организатору МТП, а лицу са квалификованим учешћем у организатору МТП, као и лицу које је директор или члан управног одбора може да повуче претходно дату сагласност уколико утврди: да организатор МТП не користи своју дозволу за рад дуже од дванаест месеци, или није обављао делатност током претходних шест месеци; да организатор МТП, или директор организатора МТП добио дозволу за рад на основу нетачних или обмањујућих информација; да организатор МТП, или директор организатора МТП више не испуњавају услове прописане за добијање дозволе; да организатор МТП, директор или члан управног одбора организатора МТП извршило значајну повреду одредаба својих општих аката, закона или аката Комисије; да директор или члан управног одбора организатора МТП не врши одговарајући надзор над запосленима организатора МТП, чије несавесно пословање проузрокује значајне повреде општих аката организатора МТП, закона или аката Комисије, а такве повреде су могле бити спречене да је спроведен одговарајући надзор.³¹

9. ОДГОВОРНОСТ ОРГАНИЗАТОРА МУЛТИЛАТЕРАЛНЕ ТРГОВАЧКЕ ПЛАТФОРМЕ

Законом о тржишту капитала прописана је казнена одговорност организатора МТП, те може бити кажњен за привредни преступ или прекршај.

Организатор мултилатералне трговачке платформе казниће се за привредни преступ новчаном казном од 500.000 до 3.000.000 динара уколико: обавља послове организатора МТП без дозволе Комисије за хартије од вредности;³² непрописно стекне квалификовано учешће; не доставља Комисији захтеве за измену дозвола; када не омогући

³⁰ ЗТК, чл. 132.

³¹ ЗТК, чл. 133; MiFID, чл. 36.5.

³² Уједно, ово је и кривично дело неовлашћеног пружања инвестиционих услуга, предвиђено чланом 283. Закона о тржишту капитала.

овлашћеним лицима Комисије да изврше надзор; уколико директор или чланови управе обављају дужност без сагласности Комисије. За поменуте радње казниће се за привредни преступ и одговорно лице организатора МТП новчаном казном од 50.000 до 200.000 динара. Уз казну за привредне преступе, може се изрећи заштитна мера забране вршења одређених дужности одговорном лицу у трајању од једне до пет година као и заштитна мера објављивања пресуде.³³

Организатор мултилатералне трговачке платформе казниће се за прекршај новчаном казном од 100.000 до 2.000.000 динара уколико: не испуњава обавезе обавештења Комисије; почне да обавља делатност за коју је добио дозволу за рад пре уписа те делатности у регистар привредних субјеката; запошљава лица и врши пријем чланова супротно одредбама закона; не испуњава обавезе у вези са надзором; не поступа у складу са правилима и процедурама за укључење и искључење финансијских инструмената из трговања; не испуњава обавезе у вези са обелодањивањем података пре и после вршења трансакције. За поменуте радње казниће се за прекршај и одговорно лице организатора МТП новчаном казном од 5.000 до 150.000 динара.³⁴

10. ЗАКЉУЧАК

По угледу на америчко тржиште хартија од вредности, Европска унија је MiFID директивом 2004. године по први пут регулисала мултилатералну трговачку платформу. Један од циљева је увођење конкуренције на тржишту капитала, али истовремено је омогућена експанзија тог тржишта широм Европске уније. Тиме је створен велики изазов за регулаторна тела широм ЕУ да одрже контролу и спроводе надзор над многобројним учесницима на овим тржиштима истовремено.³⁵

Највећа мултилатерална трговачка платформа у Европи је Chi-X. Надзор над Chi-X врши Власт за финансијске услуге, које је британско регулаторно тело на тржишту инвестиционих услуга. Chi-X почела је са радом марта 2007. године. Тренутно, Chi-X је у власништву *Institueta*, филијале *Nomura Holdinga*, и многобројних међународних инвестиционих банака. Chi-X је повећао учешће на британском тржишту хартија од вредности са 9% марта 2008. године, на 15% марта 2009. године, да би у првом кварталу 2010. године тржишно учешће износило чак 26%.³⁶

33 ЗТК, чл. 285.

34 ЗТК, чл. 291.

35 A. Hudson, *Securities Law*, Sweet & Maxwell, London 2008, 168.

36 Andreas Storkenmaier, Martin Wagener, Christof Weinhardt, „Public Information in Frangmented Markets“, стр. 6, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1660965>, 5. март 2011.

У Републици Србији мултилатерална трговачка платформа по први пут регулисана је Законом о тржишту капитала из 2011. године, чиме је извршена хармонизација домаћих прописа са директивама ЕУ, а пре свега са MiFID директивом. Законом је предвиђено да се хартије од вредности којима се трговало на ванберзанском тржишту у смислу Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, укључе на МТП. Упркос недовољно развијеној пословној пракси, и несигурности у тржиште инвестиционих услуга, мултилатерална трговачка платформа може представљати добар избор за мале и новоосноване компаније да се укључе на тржиште хартија од вредности, што се и показало у пракси европских земаља, након доношења MiFID директиве. Међутим, крајњи ефекти видеће се у пракси.

Ranko SOVILJ

Shoolarship Holder – Ph.D. Candidate Ministry of Education and Science

MULTILATERAL TRADING PLATFORMS

Summary

Multilateral trading platform is regulated in Markets in Financial Instrument Directive – MiFID from 2004. There are several reasons behind the passing of this directive. First and most important is to protect investors in capital market, then to provide efficiency and transparency of capital market, and to reduce systematic risk on the markets. As a part of the reform of the financial sector, the Serbian National Assembly passed a new Capital Market Act in May 2011, which is harmonized with the European Union legislation. For the first time, this act regulates some institutes which until now have been unregulated like regulated market, multilateral trading platforms, OTC market etc. Multilateral trading platform is a multilateral system, operated by investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments, in the system and in accordance with non-discretionary rules, in a way that results in a contract in accordance with the provisions.

Key words: *MiFID Directive, multilateral trading platforms, operator on MTP, pre-trade transparency, post-trade transparency.*