

UDK: 336.76  
Bibliid 1451-3188, 14 (2015)  
Год XIII, бр. 52-53, стр. 150–160  
Изворни научни рад

др Добрица ВЕСИЋ<sup>1</sup>

## ПРАВНИ ПОЛОЖАЈ УЧЕСНИКА НА ФИНАНСИЈСКОЈ БЕРЗИ

### ABSTRACT

In the present analysis, the author examines the legal status of participants in the deregulated capital market or MTP market: organizers MTP markets, investment companies, broker-dealer companies, authorized banks and the Investor Protection Fund. The author devotes special attention on the legal rules governing the financial stock market, as well as the perception that prevails in the theory of corporate law. He concludes that the legal significance of the stock exchange differs from the economic meaning. As a special legal form of business organization, the stock market includes a range of contracting operations in the financial market. The principle of quotations of securities provides protection, mutual trust of all stakeholders, applying the principles of solidity transactions, with a view to compliance with the universal principle of good faith in the law.

Key words: capital markets, legal status, participants, EU, Serbia.

### 1) СВРХА

Правни извори са којима се уређује правни положај финансијске берзе и њено пословање у домаћем праву јесу: Закон о тржишту капитала из 2011.

---

<sup>1</sup> Институт за међународну политику и привреду, Београд, е-маил: [dobrica@diplomacy.bg.ac.rs](mailto:dobrica@diplomacy.bg.ac.rs). Научни рад представља резултат рада на пројекту Института за међународну политику и привреду: „Србија у савременим међународним односима – стратешки правци развоја и учвршћивања положаја Србије у међународним интегративним процесима – спољнополитички, међународни економски, правни и безбедносни аспекти”, финансираног од стране Министарства, просвете, науке и технолошког развоја Владе Републике Србије (евиденциони број: 179029).

године, Закон о привредним друштвима из 2011. године, Закон о облигационим односима из 1978. године и други закони, подзаконски прописи, берзанске узансе, берзански обичаји, судска и арбитражна пракса. Под појмом финансијска берза често се подразумева посебна привредна организација или зграда у којој се обавља берзанска трговина, или посебан облик тржишта капитала. Међутим, у Закону о тржишту капитала није извршено јасно разграничење између појма „берза“ и појма „регулисано тржиште“. Тако се у члану 95. став 2 одређује да је то „Организатор тржишта (берза), односно, регулисано тржиште је правно лице основано као акционарско друштво у складу са Законом којим се уређују привредна друштва, ако овим Законом није друкчије одређено.“ Ово мешање појмова по коме је финансијска берза правно лице, при чему је и регулисано тржиште правно лице, значи да постоје два правна лица (акционарска друштва), што указује да наш законодавац не разликује правни појам берзе од њеног економског појма као посебног тржишта које организује берза као правни субјект обављањем своје делатности. Заблуда законодавца је, вероватно, настала због некритичког преузимања чл. 4. и чл. 36. Директиве МиФИД из 2004. године. Међутим, да би се основала берза оснивачи су дужни да испуне следеће основне услове утврђене Законом о тржишту капитала:

- (1) треба да донесу оснивачки акт (закључе уговор о оснивању);
- (2) треба да обезбеде минимални капитал од 1.000.000 евра у динарској противвредности;
- (3) треба да обезбеде просторно-техничку опремљеност, кадровску и организациону оспособљеност берзе;
- (4) треба да донесу програм функционисања регулисаног тржишта капитала;
- (5) треба да обезбеде дозволу за рад од Комисије за хартије од вредности.

Закључивањем уговора о оснивању берзе као првог и почетног правног акта, берза се сматра основаном у форми преддруштва. Од тог тренутка започиње процес креирања њеног правног субјективитета (као правног лица), који се завршава у тренутку уписа берзе у регистар привредних субјеката. Комисија за хартије од вредности доноси решење о давању сагласности за стицање квалификованог учешћа у законски прописаном року.

Општи акти финансијске берзе обухватају: (1) оснивачки акт (оснивачки уговор); (2) статут берзе; (3) правила и процедуре пословања (правила о пословању, правилник о листингу, правилник о тарифи) са којима се конкретизују законске одредбе везане за делатност берзе. Финансијска берза

дужна је да наплаћује накнаде за послове и услуге које обавља и то до максималних износа прописаних тарифником, на који је дата сагласност Комисије за хартије од вредности. Општи акти финансијске берзе обухватају и правила понашања чланова управе и запослених на финансијској берзи. Општа акта садрже и одредбе о чувању пословне тајне, затим процедуре чији је циљ спречавање злоупотребе поверљивих и инсајдерских информација. Те процедуре су у значајној мери сличне процедурама које се односе на Комисију за хартије од вредности, с тим да су прописане Законом о тржишту капитала.

На финансијској берзи неће се котирати све хартије од вредности, већ само оне хартије од вредности, које по процени финансијске берзе обезбеђују ликвидност и стабилност тржишта капитала.<sup>2</sup> Ово се првенствено односи на хартије од вредности солидних и перспективних привредних субјеката. То значи да финансијска берза у поступку котације хартија од вредности може донети и негативне одлуке. Међутим, котација хартија од вредности има непосредни значај и за самог емитента хартија од вредности, с обзиром да:

- (1) обезбеђује емитенту лакши приступ додатном капиталу;
- (2) шири могућност у погледу избора начина финансирања;
- (3) повећава бонитет хартија од вредности, због већег степена поверења у хартије од вредности;
- (4) повећава заинтересованост страних улагача;
- (5) појачава рејтинг емитента код његових улагања у заједничке подухвате;
- (6) доприноси заштити права акционара, нарочито права мањинских акционара;
- (7) доприноси јачању имена, пословног угледа емитента, кредитне способности емитента;

Из тих разлога финансијска берза (као и организатор МТП тржишта) у обавези је да има јасна и транспарентна правила у вези са укључењем хартије од вредности у трговању на тржишту капитала.

---

<sup>2</sup> Поред берзе као институционалног облика тржишта капитала, могу постојати и други облици тржишта капитала неберзанског карактера, тј. други субјекти као организатори тржишта капитала. У упоредном праву су најпознатија у свету следећа електронска тржишта хартија од вредности: *NASDAQ* у САД-у, *SEAQ* у Великој Британији, *SOFFEX* у Швајцарској.

## 2) МЕРЕ ЕУ

Полазећи од захтева да се обезбеди сигурно и добро управљање берзом, узимајући у обзир утицај будућег акционара, предложеног стицаоца са квалификованим учешћем на берзи. С обзиром да се ради о заштити јавних интереса, која у савременим условима превазилази националне границе и добија међународне размере, донете су на нивоу Европске уније бројне директиве у овој области. Пре свих то је *Директива Савета ЕУ број 78/279/ЕЕЦ од 5. марта о усклађивању услова за пријем хартија од вредности у берзанску котацију*. Потом, *Директива Савета ЕУ број 82/148/ЕЕЦ од 5. марта 1982. којом се допуњује Директива број 79/279/ ЕЕЦ о усклађивању услова за пријем хартија од вредности у берзанску котацију и Директива број 80/390/ЕЕЦ о усклађивању услова за израду, контролу и дистрибуцију података који се објављују приликом пријема хартија од вредности у берзанску котацију*. Директива број 80/390 одредила је захтеве који се односе на садржину, форму, одобрење и објављивање докумената који се имају објавити приликом пријема хартија од вредности у котирање (енгл. *listing particulars*, франц. *prospecturs*).

Директива број 2001/34/ЕЦ Европског парламента и Савета ЕУ од 28. маја 2001. године о пријему хартија од вредности у званичну котацију и о информацијама које ће се објављивати у вези са овим хартијама од вредности. Допуњена Директива број 2004/109/ЕЦ Европског парламента и Савета ЕУ од 15. децембра 2004. године о хармонизацији захтева за транспарентност у вези са информацијама о емитентима чије су хартије примљене у трговању на организованом тржишту. Директива број 2003/71/ЕЦ Европског парламента и Савета ЕУ од 4. новембра 2003. године о проспекту који се објављује приликом јавне понуде хартија од вредности или хартија које су примљене у трговање и Директивом број 2005/1/ЕЦ Европског парламента и Савета ЕУ од 9. марта 2005. године. За финансијске берзе карактеристично је да укључују хартије од вредности на регулисано тржиште, уколико хартије од вредности испуњавају услове прописане у берзанским актима. Приликом процене да ли акције одређеног емитента испуњавају услове за укључивање на регулисано тржиште, финансијска берза узима у обзир дистрибуцију акција јавности, финансијске податке који се односе на претходни период, податке о емитенту и податке који пружају увид у пословање емитента, а све у складу са својим актом.

Углавном, Европска унија својим актима уређује правни положај свих учесника на нерегулисаном тржишту капитала, односно МТП тржишту, и то:

(1) правни положај организатора МТП тржишта;

- (2) правни положај инвестиционог друштва;
- (3) правни положај брокерско-дилерског друштва;
- (4) правни положај овлашћене банке;
- (5) правни положај Фонда за заштиту инвеститора.

Основна обележја правног положаја организатора МТП односе се на акта којима се уређују следећи послови:

- а) обезбеђује инвеститорима задовољавајући ниво информација о финансијским инструментима којима се тргује на МТП, а ради доношења одговарајуће инвестиционе одлуке;
- б) обезбеђује податке о финансијским инструментима приликом њиховог укључивања у трговање, као и током самог трговања;
- в) поступају у складу са налогом Комисије за хартије од вредности о привременој обустави или искључењу из трговине.

Посебно место на нерегулисаном тржишту капитала припада инвестиционом друштву. „Инвестиционо друштво је лице у чије редовне активности или пословање спада пружање једне или више инвестиционих услуга трећим лицима, односно професионално обављање једне или више инвестиционих активности“.<sup>3</sup> Овај појам је преузет из члана 4. тачка 1. Директиве МиФИД у коме се појам инвестиционог друштва утврђује на следећи (нешто другачији ) начин: „Инвестиционо друштво значи свако правно лице чија редовна радна активност или пословање представља пружање једне или више инвестиционих услуга за трећа лица и/или обављање једне или више инвестиционих активности на професионалној основи“. У наставку ове подтачке допушта се могућност државама чланицама ЕУ, да у појам инвестиционог друштва укључе и предузећа која нису правна лица под одређеним условима.

Упоређујући елементе појмова који карактеришу два облика инвестиционог друштва (брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка) може се извести закључак да је делатност брокерско-дилерског друштва профилисан у ширем обиму у односу на делатност овлашћене банке. Полазећи од Закона о тржишту капитала (чл. 147. ст. 1 и 2) основни елементи појма брокерско-дилерског друштва јесу:

- (1) брокерско-дилерско друштво има правну форму акционарског друштва у складу са Законом о привредним друштвима;
- (2) брокерско-дилерско друштво обавља делатност инвестиционог друштва;

<sup>3</sup> Закон о тржишту капитала, 2011, члан 2, ст. 1, тачка 4.

(3) брокерско-дилерско друштво мора да има дозволу Комисије за хартије од вредности за обављање делатности инвестиционог друштва;

У компаративном праву брокерско-дилерско друштво најчешће носи назив „трговац хартијама од вредности“. У компаративном праву, нпр. Захтев обезбеђења основног капитала може се надоместити осигурањем инвестиционог друштва - трговца са хартијама од вредности од одговорности за штету проузроковану вршењем делатности у минималној висини суме осигурања од милион евра за сваки осигурани случај и укупно 1,5 милиона евра годишње за осигуране случајеве, или са комбинацијом почетног износа капитала и осигурања у сразмери одобреној од стране надлежног регулаторно-надзорног тела. Закључењем уговора о оснивању брокерско-дилерског друштва као првог и почетног правног акта, друштво је основано у форми *преддруштва*. Тада почиње процес креирања правног субјективитета брокерско-дилерског друштва као правног лица. Међу првим обавезама оснивача налазе се обавезе будућег акционара тзв. предложеног стицаоца, који намерава да стекне учешће у капиталу друштва од или преко 10%, 20%, 33% или 50%, да прибави претходну сагласност Комисије за стицање тог квалификованог учешћа. Лица морају да буду: а) подобна, б) поуздана, и в) да имају финансијски положај на основу кога се може претпоставити да неће имати негативан утицај на пословање брокерско-дилерског друштва.

### 3) САДРЖАЈ

Тржиште капитала мора да буде стриктно правно регулисано. Обичан оснивач берзи јесте субјекат који не намерава да стекне квалификовано учешће у берзи. У поступку оснивања берзе треба разликовати:

- (1) прву фазу која се односи на оснивање берзи у ужем смислу и обухвата поступак доношења уговора о оснивању берзе и поступак конституисања органа берзе;
- (2) друга фаза која се односи на регистрацију (легализацију) берзе, односно њен упис у регистар привредних субјеката, када стиче својство правног лица;

Комисија за хартије од вредности оцењује подобност предложеног стицаоца и његову финансијску оправданост предложеног стицања његовог учешћа. При томе се Комисија за хартије од вредности користи следећим критеријумима:

- (1) репутацијом предложеног стицаоца,

- (2) финансијску стабилност предложеног стицаоца,
- (3) могућностима организатора тржишта да испуњава услове у погледу капитала и других услова као и обавеза предвиђених законским одредбама.

Комисија за хартије од вредности може на основу достављене документације извести закључак да су лица подобна и поуздана и да им је финансијски положај такав да се може претпоставити да неће имати негативан утицај на пословање финансијске берзе.

Оснивачи финансијске берзе имају обавезу да код Комисије за хартије од вредности прибаве претходну сагласност за избор, односно именовање директора или члана управног одбора финансијске берзе. Након тога, оснивачи су дужни да предузму већи број правних и фактичких радњи у вези са испуњавањем прописаних услова за регистрацију и пословање финансијске берзе. Затим се утврђује предлог статута финансијске берзе, који се подноси Комисији за хартије од вредности ради давања претходне сагласности. Затим се бирају чланови управног одбора и других органа финансијске берзе, именује директор финансијске берзе, утврђују предлози других општинских органа, који се подносе Комисији за хартије од вредности ради давања претходне сагласности. Када Комисија за хартије од вредности да сагласност, финансијска берза подноси Комисији за хартије од вредности захтев за издавање дозволе за рад, са прописаном документацијом (доказима). Уколико се утврди да су испуњени сви прописани услови Комисија за хартије од вредности доноси и објављује решење о давању дозволе за рад финансијској берзи.

Генерално посматрано, послови финансијске берзе се деле на (1) основне послове и (2) додатне послове.

*Основни* (обавезни) послови берзе односе се на регулисано тржиште и чине њену основну делатност. Ови послови се могу институционализовати у виду следећих функција финансијске берзе:

- (1) тржишна функција (организовање и посредовање у трговини са хартијама од вредности);
- (2) информациона функција (објављивање података) о:
  - а) обиму понуде и тражње хартија од вредности на финансијској берзи;
  - б) обиму закључених послова на финансијској берзи по врстама хартија од вредности;
  - в) почетној, средњој и закључној цени појединих хартија од вредности;
  - г) котацијама на финансијској берзи;

- д) хартијама од вредности којима се тргује на финансијској берзи;
- ђ) другим подацима значајним за стабилан рад на финансијској берзи;
- (3) надзорне функције над учесницима у трговини на регулисаном тржишту капитала;
- (4) дисциплинске функције над учесницима у трговини и функције решавања спорова из трговинских трансакција на регулисаном тржишту капитала;
- (5) обављање других послова у вези са регулисаним тржиштем, а у складу са Законом о тржишту капитала и актима Комисије за хартије од вредности.

*Додатни факултативни послови финансијске берзе односе се на:*

- (1) унапређење промоције и развоја тржишта капитала у домицилним условима (у Републици Србији);
- (2) продају и лиценцирање тржишних података (укључујући продају, лиценцирање и трговање финансијским инструментима на основу других тржишних података);
- (3) едукацију инвеститора;
- (4) обављање других послова, који су везани са пословима тржишне и информационе функције.

Дужност финансијске берзе је да осигура правично, правилно и ефикасно организовање тржишта капитала. На финансијској берзи тргује се дематеријализованим финансијским инструментима (хартијама од вредности). Финансијска берза има обавезу да идентификује, мери, процењује и отклања ризике којима је изложена у свом пословању. Финансијска берза, при томе, посебно води рачуна о интерном и екстерном сукобу интереса, о разним облицима злоупотреба на тржишту капитала.

#### **4) ДАТУМ СТУПАЊА НА СНАГУ**

Основни правни извор представљен је *Директивом 2004/39/ЕЗ Европског парламента и Савета о тржиштима финансијских инструмената од 21. априла 2004. године*, под називом *Директива MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)*, која је ступила на снагу 1. новембра 2007. године. Премда, према називу ове директиве произилази да су предмет регулације тржишта финансијски инструменти она се, суштински, односи на тржиште капитала. На основу анализиране Директиве, уредби и аката Европске уније, извршена је хармонизација

националних права тржишта капитала земаља чланица Европске уније. Наш Закон о тржишту капитала из 2011. године, углавном је прихватио решења из ових извора права финансијских тржишта Европске уније, чиме је, у великој мери, извршена хармонизација домаћег права са правом Европске уније у овој области.

## 5) ЗНАЧАЈ ЗА РЕПУБЛИКУ СРБИЈУ

Основ за регулацију финансијских тржишта, одређеније тржишта капитала, у Републици Србији је Закон о тржишту капитала који је донет 2011. године. Према овом Закону основне одредбе правног положаја финансијске и робне берзе имају следеће карактеристике:

- (1) берза се оснива искључиво у правној форми акционарског друштва,
- (2) седиште берзе је обавезно на територији Републике Србије,
- (3) берза има дозволу за рад одобрену од Комисије за хартије од вредности,
- (4) делатност берзе обухвата управљање пословањем регулаторног тржишта, а може се односити и на управљање пословањем МТП тржишта.

Финансијска берза је дужна да у року од 30 дана пријема решења Комисије за хартије од вредности у вези давања дозволе за рад и решења о давању претходне сагласности за избор директора и чланова управног одбора, поднесе пријаву за упис у регистар привредних субјеката.

Финансијска берза укључује акције емитента, који је поднео захтев за укључење акција на листинг регулисаног тржишта, уколико те хартије од вредности испуњавају услове за укључивање на регулисано тржиште капитала као *посебне додатне услове* из Закона о тржишту капитала.<sup>4</sup> Њиховом реализацијом врши се последња провера испуњености општих услова правне и економско-финансијске природе везаних за одобрење проспекта. Проспект треба да обезбеди квалитет хартија од вредности, пре њиховог укључивања у поступак трговине на финансијској берзи. Сви ови посебни законски услови даље се разрађују путем берзанских услова у општим актима финансијске берзе. Она може, изузетно од наведених посебних (додатних) услова, да одобри да се укључи на листинг акција и емитент који не испуњава наведене услове ако финансијска берза процени да инвеститори имају податке потребне за процену емитента и акција за које се тражи укључење на листинг финансијске берзе. Хартије од

<sup>4</sup> Члан 121. Закона о тржишту капитала, 2011.

вредности које су испуниле све прописане услове и које су укључене у трговину на финансијској берзи, представљају котиране хартије од вредности. Овај поступак је у надлежности посебног органа финансијске берзе - Комисије за листинг и котацију.

## 6) ИЗВОРИ

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors remuneration, Brussels, 13.07.2007 SEC (2007) 1022; [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/sec200771022\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec200771022_en.pdf).

Dugalić, V., Štimac, M., 2006, *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd.

European Parliament resolution of 14 December 2010. on regulation of trading in financial instruments – 'dark pools' etc. (2010/2075 (NI)).

Petrović, P., 2009, *Berze i berzansko poslovanje*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, str. 56.

Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLAMENT AND OF THE COUNCIL, on market in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast)/COM/2011/0656 final – 2011/0298 (COD).

Vitez, M., 2003, *Berze hartija od vrednosti i berzanskih poslova (teorija i praksa)*, Ekonomski fakultet, Subotica, Kultura, Bački Petrovac.

Vunjak, N., Kovačević, Lj., Vitez, M., Petrović, P., 2014, *Finansijske berze*, Ekonomski fakultet, Subotica, str. 7.

„Закон о тржишту капитала“, *Службени гласник Републике Србије*, бр. 31/2011.

## 7) ЗАКЉУЧАК

У домаћој правној регулативи берза се оснива по систему дозволе. Оснивачи берзе могу да буду домаћа и страна правна и физичка лица. Оснивачи се могу поделити на обичне и квалификоване осниваче, полазећи од критеријума прописане величине права гласа или учешћа у капиталу берзе. Својство квалификованог оснивача везује се за одређени прописани проценат његовог посредног или непосредног учешћа у берзи (према критеријума права гласа или учешћа у капиталу). Оснивач има обавезу да

прибави претходну сагласност Комисије за хартије од вредности. Уколико оснивач стекне квалификовано учешће супротно условима из акта Комисије за хартије од вредности, оснивачу ће бити одузето право гласа које произилази из тако стеченог права. Финансијска берза спада у посебну правну форму привредног друштва и на њу се примењују правила из Закона о тржишту капитала. Финансијска берза у правном промету закључује правне послове и врши друге правне радње у оквиру регистрованих делатности. За предузете обавезе берза одговара целокупном својом имовином. Оснивачи финансијске берзе не одговарају за предузете обавезе, већ носе ризик до висине својих улога унетих у оснивачки капитал финансијске берзе.