
ЧЛАНЦИ

УДК: 336.76(4-672EU)

CERIF: S 144

ТИП РАДА: ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_22401A

др **Татјана ЈЕВРЕМОВИЋ ПЕТРОВИЋ**^{*}
редовни професор Универзитета у Београду – Правног факултета,
Србија

УСПОСТАВЉАЊЕ И ЈАЧАЊЕ УНИЈЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА ЕУ^{**}

Сажетак

У центру ижње овог рада је идеја формирања и јачања уније тржишта капитала ЕУ. Реч је о једном амбициозном политичком, економском и правном пројекту ЕУ. Ова идеја, усмерена на формирање јединствене европске тржишта капитала, се до сада реализовала у бројним правним реформама и другим активностима и мерама. Извршене су значајне измене правног оквира финансијских тржишта, нарочито тржишта капитала, те нема важније теме у овој области која је заобиђена.

Циљ рада је да уозна домаћу стручну јавности са идејом стварања уније тржишта капитала ЕУ. Рад јружа целишту слику разлоја који су довели до реформе тржишта капитала и приказује како је она до сада сроведена. Рад указује и на даље реформе које се могу очекивати. На тај начин се јружа могућности домаћој јавности да сагледа идеју уније тржишта капитала ЕУ, како би са више разумевања могла да ираши

^{*} Електронска адреса аутора: tatjana.jp@ius.bg.ac.rs.

^{**} Рад је резултат истраживања на пројекту Правног факултета Универзитета у Београду под називом „Савремени проблеми правног система Србије“ у 2022. години.

реформе које се спроводе у области тржишта капитала у Републици Србији.

Кључне речи: ЕУ – Унија тржишта капитала. – Јединствено тржиште. – Акциони план формирања уније тржишта капитала 2015. – Акциони план 2020.

І Увод

Подстицај развоја и јачање финансијских тржишта у ЕУ представљају теме о којима се последњих година врло интензивно говори, и ради којих се предузимају бројне активности и мере. Непосредни основ за то представљају два важна кровна документа која је Европска унија усвојила протеклих година – Акциони план намењен формирању уније тржишта капитала из 2015. године, као и нови Акциони план ка даљем јачању ове уније из 2020. године.¹ Њихова основна идеја је стварање (европске) уније тржишта капитала (*Capital Markets Union*), односно функционисање истински јединственог тржишта капитала у Европској унији. Ипак, овај циљ није замишљен да се оствари одједном, једним актом, нити стварањем једног институционалног оквира. Управо супротно, стварање уније тржишта капитала у ЕУ представља један сложен и дугорочни пројекат, за чије остварење је предвиђена, а до сада и у великој мери остварена системска, свеобухватна и постепена правна реформа. Предвиђена је кроз низ различитих појединачних, иако комплементарних активности и мера, укључујући ту нарочито и усвајање бројних правних аката, махом усмерених на хармонизацију, а у појединим важним питањима и унификацију националних права земаља чланица ЕУ. Осим тога, временом се показало да целокупна идеја формирања уније тржишта капитала – као један од водећих пројеката ЕУ у овом тренутку, није само амбициозан правни подухват, већ је и политички, економски и друштвени феномен који у великој мери зависи

1 Акциони план формирања уније тржишта капитала из 2015. године (European Commission, *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; даље у фуснотама: Акциони план 2015); и нови Акциони план из 2020. године (European Commission, *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; даље у фуснотама: Акциони план 2020). Сви званични документи ЕУ доступни су на сајту ЕУ: https://european-union.europa.eu/index_en, 1. 10. 2022.

од активног учешћа и подршке институција ЕУ, земаља чланица, као и учесника на тржишту капитала. Без њиховог заједничког доприноса неће се показати значајнији резултати спроведене реформе, што значи да је овај пројекат још само један изазов више за Европу.

Идеја уније тржишта капитала чије је формирање и јачање у основи системске реформе права тржишта капитала ЕУ је имала до сада, а имаће и у будућности, далекосежне ефекте. Такође је и од изузетног значаја и са великим утицајем на српско право. Република Србија је, у великој мери под утицајем ових реформи, извршила значајне измене у правном изгледу и функционисању свог тржишта капитала. Готово да нема системског закона у овој области који није доживео значајне измене последњих година; велики је број нових прописа, од којих неки по први пут уређују до сада код нас, па и у свету непознате институте. На овом месту вреди поменути не само нови системски закон у овој области – Закон о тржишту капитала, већ нарочито и нове прописе који, примера ради, по први пут уређују дигиталну имовину, или предлажу уређење групног финансирања.² У некима од ових питања је Република Србија чак била међу првима да препозна и уреди поједине нове институте, иако и даље нема довољно услова да би се они уредили на нивоу ЕУ, као ни у правима њених земаља чланица.³

Циљ овог истраживања је да упозна домаћу стручну јавност са идејом стварања уније тржишта капитала у ЕУ. Рад има циљ да пружи свеобухватну слику разлога који су довели до реформе тржишта капитала, као и да прикаже како је она до сада спроведена. Такође, циљ рада је и да покаже које се даље реформе могу очекивати. На тај начин се пружа могућност домаћој јавности да на целовит и системски начин сагледа дешавања у праву тржишта капитала ЕУ, како би са више разумевања могли да прате појединачне реформе које се спроводе у Републици Србији у овој области.⁴

2 Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021; Закон о дигиталној имовини, *Службени гласник РС*, бр. 153/2020; званична објава Народне банке Србије у којој је најављена припрема прописа о групном финансирању, доступно на адреси: https://www.nbs.rs/sr_RS/scripts/showcontent/index.html?id=16684&konverzija=no, 1. 10. 2022.

3 Ипак, на овом месту неће бити говора о реформама српског права тржишта капитала, као ни о прописима и мерама које су у Републици Србији усвојене ради промовисања овог тржишта. То питање биће обрађено на другом месту.

4 То је разлог што ће се овај текст ограничити искључиво на развој идеје формирања уније тржишта капитала и предузете кораке на нивоу ЕУ. Са једне стране, то оставља разматрање домаћих прописа и стратегије развоја тржишта капитала за другу прилику. Такође, рад нема за циљ ни дубљу академску анализу досадашњих и будућих дешавања, резултата и циљева у ЕУ. То једнако важи и за поједина питања

II Идеја формирања уније тржишта капитала

Формирање уније тржишта капитала представља један амбициозан системски пројекат. Према мишљењу многих, реч је о једном од неколико тренутно највећих и водећих пројеката Европске комисије.⁵ Ипак, идеја потиче још од формирања Европских заједница, и формулисана је њеним оснивачким уговорима, нарочито кроз правила о слободном кретању капитала.⁶ Стварање јединственог тржишта капитала је временом посебно било истакнуто и у другим актима, попут Акционог плана финансијских тржишта из 1999. године.⁷ Овај документ је представљао важан корак у уклањању препрека ка слободном кретању капитала, будући да је на основу њега усвојен низ важних правних докумената који су довели до значајне интеграције и јачања тржишта капитала на европском нивоу. Нарочито је, међутим, у последње време истакнута нужност стварања уније тржишта капитала, и по први пут је ова идеја формулисана у Акционом плану ЕУ о успостављању уније тржишта капитала из 2015. године, а затим и другом Акционом плану из 2020. године.

Термин унија тржишта капитала није до краја сасвим прецизан, па чак може да наведе и на погрешне закључке. За разлику од јединственог тржишта или економске и монетарне уније, за које извор представљају темељни уговори ЕУ, унија тржишта капитала је политички циљ и део акционих планова ЕУ.⁸ Наиме, наведеним кровним документима није створена Унија у институционалном смислу, већ она представља „правни оквир који регулише интеграцију различитих националних тржишта

која се односе на конкретне циљеве и мере из пројекта формирања уније тржишта капитала.

- 5 „...*(O)ne of the Commission's flagship projects.*“ Pierre Schammo, „Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market“, *European Company and Financial Law Review*, Nr. 2/2017, 272.
- 6 Вид. чл. 14, као и наслов IV – Слободно кретање лица, услуга и капитала, нарочито поглавље IV – Капитал и плаћања Уговора о оснивању ЕЗ (*Treaty establishing the European Community (Consolidated version 2002)*, OJ C 325, 24. 12. 2002), сада чл. 26, односно под истим насловом IV, поглавље IV Уговора о функционисању ЕУ (*Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union*, OJ C 326, 26. 10. 2012).
- 7 Акциони план за финансијска тржишта из 1999. (European Commission, *Communication from the Commission: Implementing the Framework for Financial Markets – Action Plan*, Brussels, COM(1999) 232 final, 11. 5. 1999).
- 8 Вид. Pierre Schammo, „Capital Markets Union and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment“, *The new financial architecture in the Eurozone* (eds. Franklin Allen, Elena Carletti, Joana Graz), European University Institute, Florence, 2015, 140–141.

капитала држава чланица ЕУ“.⁹ Одсуство регулаторног оквира учинило је овај пројекат недовољно уобличеним, нарочито на његовом почетку. Тако су га неки видели првенствено као начин подстицања малих и средњих предузећа, други као начин уједињења подељених тржишта, трећи као бољи вид обезбеђења и подстицај у даљем стварању банкарске уније; четврти као покушај обједињеног тржишта са обједињеним централизованим надзором.¹⁰

Визија коју су истакли Акциони планови усвојени ради формирања уније тржишта капитала представља успостављање истински јединственог тржишта капитала кроз интеграцију националних тржишта земаља чланица. Ова идеја је замишљена као комплементарна системска реформа у којој су пре свега јасно истакнути *најважнији видови и облици финансирања које треба подстицати*. Дефинисано је у које пословне форме (мала и средња предузећа, јавна друштва) и које типове инвестиција вреди улагати (одрживе, дугорочне, инфраструктурне; а онда такође и у савремене дигиталне пројекте). Затим су предвиђени *комплементарни извори финансирања* који би нарочито обезбедили средства за улагање у ове видове и облике финансирања (приватно и институционално инвестирање). Дакле, унија тржишта капитала претпоставила је функционално јединствено европско тржиште капитала као почетну (а не своју крајњу) тачку, и на њему је определила комплементарне кључне циљеве облика и врста додатног финансирања, са једне стране, и улагања и штедње на другој страни. Сходно томе, основна идеја која прати овај дугорочни и врло амбициозан пројекат не лежи у усвајању једног акта, већ низа мера и предузимању бројних корака који ће заједно водити ка успостављању ове уније.

III Предности уније тржишта капитала

Успостављање уније тржишта капитала представља целовиту, свеобухватну и дугорочну структурну реформу на нивоу ЕУ. Намењена је, најједноставније речено, јачању европског тржишта, односно развоју целокупне европске привреде и већој отпорности на будуће изазове.¹¹

9 Wolf-Georg Ringe, „Capital Markets Union for Europe – A Political Message to the UK“, University of Oxford Legal Research Paper Series, Paper No 26/2015, March 2015, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2575654>, 1. 10. 2022, 6.

10 Вид. посебно ова мишљења наведена у: Karel Lannoo, „Which Union for Europe’s Capital Markets?“, *ECMI Policy Brief*, Nr. 22/2015, доступно на адреси: <https://www.ceps.eu/download/publication/?id=8811&pdf=ECMI%20PB22%20KL%20Capital%20Union%20final.pdf>, 1. 10. 2022, 1.

11 Christoph Kumpan, „Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Nr. 1/2016,

Непосредна корист и циљ формирања уније финансијских тржишта је у *лакшем њирсијуу финансијама* не само на развијеним финансијским тржиштима, већ широм Европе. Нарочито је то важно за мала и средња предузећа, али начелно и друга предузећа; кориснике финансијских услуга, као и инвеститоре, јер им пружа непосредну корист у лакшем приступу финансирању, ширем избору приликом инвестирања и штедње, без обзира на то из које земље чланице потичу и где се налазе.

Већ дуго је познато да европска друштва најчешће посежу за финансирањем од банака, те се процењује да оно износи чак 70%, а по неким проценама и 80% укупних извора финансирања.¹² Поражавајући подаци указују на то да у Европи не само да постоји превасходно ослањање на финансирање које потиче од банака, већ да постоје озбиљне препреке у прекограничном финансирању.¹³

Осим тога, *јојединачна улајања* појединаца су значајно мања у Европи (просечно се рачунало да тек 9% популације пунолетних Европљана улаже у хартије од вредности којима се тргује на јавним тржиштима, за разлику од САД, где је овај проценат значајно виши и износи 52%).¹⁴ У данашње време најчешћи начин штедње појединаца окренут је ка банкарској штедњи која доноси сразмерно малу добит ниским каматама, и уз могућност да средства дата на штедњу буду орочена на кратке временске периоде, чиме се омогућава да буду ликвидна.¹⁵ Такав начин инвестирања много је мање ефикасан од дугорочног инвестирања,

6; Giovanni Dell'Ariccia, „A Capital Market Union: A Few Thoughts“, *The new financial architecture in the Eurozone* (eds. Franklin Allen, Elena Carletti, Joana Graz), European University Institute, Florence, 2015, 108; Franklin Allen, Luboš Pástor, „Capital Markets Union: Key Challenges“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019, 6.

12 Susanne Kalss, „The Promotion of Small and Medium-Sized Companies Acting as a Catalyst for European Capital Markets Law?“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019, 168; Alain Pietrancosta, „Recent Initiatives in Favor of Listed and Nonlisted Small and Medium-Sized Enterprises: A Legal Perspective“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019, 173.

13 S. Kalss, 168.

14 Katja Langenbucher, „Building a Capital Market – the Final Report of the High Level Forum on the EU Capital Market Union“, *European Company and Financial Law Review*, Nr. 6/2020, 602.

15 Нова визија за европско тржиште капитала: Коначни извештај Високе групе стручњака о Унији тржишта капитала (*A new Vision for Europe's capital markets: Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*; даље у тексту и фусно-

нарочито оних форми код којих појединци улажу у своју старост, кроз различите приватне пензионе производе. У данашње време животи ни век појединаца је продужен, па је ослањање на јавне фондове ради остварења права на пензију све мање реално. Стога се у Европи нарочито инсистира на улагању у различите финансијске производе и пензионе фондове, чиме појединац има могућност да на дужи рок и са већом стопом приноса штеди.¹⁶ Важан разлог који не доприноси ширем избору финансијских инструмената у које се улаже представља и слабо познавање финансијских тржишта и начина на који она функционишу, као и недовољно искуство у коришћењу информација. Стога је нарочито све више истакнуто финансијско основно образовање и информисање, како би се улагање у тржиште капитала приближило широј популацији.¹⁷ Осим тога, поверење је једна од важних околности која улагаче подстиче (или одвраћа) од избора финансијских услуга и производа.

Јачање улагања појединаца доприноси даљем инвестирању у конкурентне пословне подухвате, најчешће индиректно – путем институционалних инвеститора. Тиме се не само доприноси већем улагању, него се даље подстиче тржиште капитала, јер се нових пословним подухватима и различитим финансијским инструментима додатно подстиче диверсификација улагања, од кључног значаја за институционалне инвеститоре и заштиту улагања.

Одлучујући корак у подстицању финансирања и улагања широм Европе представља стварање услова за интеграцију тржишта у *истински јединствено евројско тржиште*. За њега би од пресудне важности били ликвидност, транспарентност и добро уређена правила.¹⁸ До сада су национална финансијска тржишта, нарочито тржишта капитала, била и остала у великој мери подељена. Поред тога, врло су различита према производима које нуде, њиховом уређењу и пружаоцима финансијских услуга. Такође су и недовољно развијена, нарочито у неким државама чланицама, које и даље не остварују свој потенцијал. Потенцијал европског тржишта – гледан као целина – такође је остао до сада недовољно искоришћен.

Ипак, идеја уније тржишта капитала и његова европска интеграција не значи да ће тржишта капитала престати да буду национална. Напротив, иако интегрисана, национална тржишта капитала би и даље

тама: Извештај групе стручњака), доступно на адреси: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf, 20. 9. 2022, 18.

16 Акциони план 2020, 5.

17 Вид. нарочито осму активност у оквиру Акционог плана 2020.

18 F. Allen, L. Pástor, 4.

требало да задрже локалне карактеристике, с тим да се уклоне оне непотребне разлике које им спречавају или отежавају приступ.

Најзад, унија тржишта капитала тесно је повезана са економском и монетарном унијом, нарочито у њеном доприносу стабилном тржишту и валути. У последње време истакнут је и политички значај формирања ове уније, како би се умањиле негативне последице политичких (излазак Велике Британије и друга политичка дешавања у Европи последњих месеци и година), односно других глобалних збивања (попут негативних последица изазваних ковид пандемијом) на финансијску стабилност земаља чланица и ЕУ и даљу економску и финансијску фрагментацију.¹⁹

Док са једне стране успостављање уније тржишта капитала има бројне предности – за привредне субјекте у виду додатног финансирања, за појединце и потрошаче – у виду нових инвестиционих прилика, као и друштва као целине; толико има и негативних страна – у ризицима који прате тржишта капитала.²⁰ Због тога се Европска унија нашла и пред озбиљним изазовима који прате не само стварање интегрисаног тржишта капитала, већ и његово функционисање. Посебна пажња нарочито се, због тога, све више посвећује појачаном обједињеном надзору, као и контроли системских ризика, како би се очувала финансијска стабилност, одржала глобална конкурентност и аутономија.²¹

IV Успостављање уније тржишта капитала

Први озбиљан корак у стварању уније тржишта капитала учињен је 2015. године када је Европска комисија усвојила Акциони план формирања уније капитала. Од самог почетка, формирање уније тржишта капитала сматрало се реакцијом ЕУ на економску кризу и покушај „повратка на политичку агенду европског јединственог тржишта“.²² Акциони план из 2015. године је делом ревидиран и допуњен 2017. године, а његови коначни резултати представљени су 2019. године. Иако су у тим годинама испуњени бројни циљеви које је првобитни Акциони план из 2015. године поставио, тржишта капитала нису достигла онај

19 Вид. закључке ЕУ конференције „Унија тржишта капитала“ из јуна 2022. године у: John Berrigan, „Closing remarks at High-Level Conference Capital Markets Union: investing for a stronger, prosperous and sustainable European Union“, 1. 6. 2022, доступно на адреси: https://finance.ec.europa.eu/events/capital-markets-union-investing-stronger-prosperous-and-sustainable-european-union-2022-06-01_en, 1. 10. 2022, 1.

20 F. Allen, L. Pástor, 3.

21 Вид. J. Berrigan, 3–4.

22 Nicholas Dorn, „EU Capital Markets Union: the good, the bad and the ugly“, *Law and Financial Markets Review*, Nr. 3/2015, 187.

ниво интегрисања који би довео до стварања истински јединственог тржишта капитала како је то било замишљено. Национални интереси у великој мери су и даље овде кочили потпуну спремност ка окретању пажње на интересе интегрисаног европског тржишта.²³ Поред тога, финансирање је у Европи остало махом усмерено на јавна и средства која потичу од банака, а томе су нарочито допринели бројни озбиљни политички, економски и друштвени потреси у последњим годинама. Они су обележили глобална збивања у целом свету, па и у Европи, те је нарочито услед тога порастао значај подстицања финансијске стабилности и економског раста.

Након пандемије која је оставила значајне економске последице, али и низа озбиљних политичких потреса на тлу Европе, нарочито је било важно да се обезбеди економски опоравак и да се подстакне финансирање. Велики део јавних и средстава која су потекла од банака био је усмерен на одржање ликвидности и радних места, као и у то време тренутно превазилажење непосредних последица пандемије. Поставило се питање обезбеђења извора финансирања како би економија даље одржала ниво развоја на коме се налази и потенцијално расла у будућности.²⁴ За то нису (били) довољни стандардни извори финансирања, који се у највећој мери ослањају на банке, већ је посебно било важно подстаћи друге изворе финансирања и власничких улагања ради јачања тржишта капитала, нарочито у оним земљама у којима су она и даље остала недовољно развијена.²⁵

Озбиљан изазов за унију тржишта капитала била је одлука Велике Британије да напусти ЕУ. Нарочито је проблематизована будућност финансијских тржишта, узимајући у обзир могућност да се њихов центар нађе ван граница Европске уније. То су све били важни разлози због којих је Европска унија усвојила нови Акциони план 2020. године. Реализација циљева који су њим постављени већ је отпочела током прошле, и посебно је била актуелна током ове године.

Ипак, видљиви економски резултати не само новог, већ и претходног Акционог плана тек ће се показати у наредним годинама. Реализација уније тржишта капитала је дугорочни план, за чије је остварење, поред регулаторног оквира, нужно ангажовање не само земаља чланица, већ нарочито и различитих интересних група – потрошача, предузетништва, појединачних и институционалних улагача и других учесника на финансијским тржиштима. Такође, сви кораци од оних првих, мањих и несигурнијих, до све амбициознијих захтевају време,

23 Вид. Извештај групе стручњака, 8.

24 Акциони план 2020, 2.

25 Вид. Извештај групе стручњака, 5.

политичку вољу и ангажовање свих ради несумњивих користи које би из ове уније могле да проистекну. Стога се унија тржишта капитала најбоље може разумети као „визија коју прати развојни план“²⁶ како би једног дана у будућности она одиста постала стварност.

1. Акциони план 2015

Акциони план 2015. године иницирао је формирање уније тржишта капитала, како би ојачао европску економију, стимулисао инвестирање и подстакao запошљавање.²⁷ Још од почетка се у њему инсистира на новим изворима финансирања, разноврсним опцијама улагања, и нарочито штедње, као и економији отпорној на различите ризике. Још од тада је јасно да је европска економија у поређењу са америчком у нарочитом нескладу према развијености тржишта. Подаци су показивали да европско тржиште власничких хартија од вредности представља само половину, односно чак само једну трећину тржишта дужничких хартија од вредности у односу на америчко тржиште.²⁸

Најважнији резултати стварања уније тржишта капитала били су замишљени у овом Акционом плану као већи потенцијал и правци инвестирања, нарочито улагања у мала и средња предузећа, инфраструктуру и дугорочне одрживе пројекте; бољу повезаност финансирања и инвестирања из различитих земаља чланица ЕУ, већу стабилност финансијског система и даљу финансијску интеграцију и конкурентност. Сходно томе, дефинисане су и приоритетне области у којима је било предвиђено да се предузму бројне активности.²⁹

Прве две области у којима су постављени конкретни циљеви Акционог плана односе се на пружање већег *избора финансирања за предузетништво и нарочито мала и средња предузећа*, као и *подршку* друштва да се укључе у јавну трговину и тргују својим хартијама од вредности. Ради реализације ова два циља је било предвиђено више различитих мера. Пре свега се промовишу различите форме алтернативног финансирања предузетништва, нарочито у тренутку отпочињања делатности, као и унапређење повезаности малог и средњег предузетништва са изворима финансирања широм Европе. Од посебних циљева се нарочито још тада истакла потреба уређења области групног финансирања (тзв. *crowdfunding*), као и подстицај прекограничног повезивања тзв.

26 F. Allen, L. Pástor, 4.

27 Акциони план 2015, 3.

28 *Ibid.*

29 За најважније активности које су даље сумарно наведене вид. Акциони план 2015, 5–6; односно за разраду ових циљева, вид. 7–27.

пословних анђела – појединаца спремних да улажу и на други начин подстичу покретање нових пословних пројеката.³⁰ Такође се пажња посветила постојећој регулативи европских фондова предузетничког капитала и социјалног предузетништва са циљем њиховог даљег промовисања кроз планиране измене и нове пан-европске и друге обједињене фондове.³¹ Промоцијом штедње кроз пан-европске пензионе фондове не само да се промовише развој тржишта капитала, већ се унапређује финансијска писменост становништва и подстиче покретљивост радне снаге.³² Сматрало се да ће у томе важну улогу имати даље удруживање у циљу бољег информисања и повезивања инвеститора и оних који имају потребу за алтернативним изворима финансирања уз подршку националних и ЕУ институција. Такође, била је предвиђена и модернизација правила о јавној емисији и трговању на финансијским тржиштима, како би прикупљање капитала било приступачније, а правила о укључивању и трговини њихових хартија од вредности једноставнија. То је подразумевало модернизацију правила која уређују јавну емисију и проспекат, као и анализу правила о тржиштима финансијских инструмената и њихово могуће унапређење.³³

30 Ипак, та средства значајно су ограничена и не могу да досегну онај ниво средстава који потиче од банака и институционалних инвеститора. Вид. Giorgio Barba Navaretti, Giacomo Calzolari, Gianmarco Ottaviano, Alberto Franco Pozzolo, „Capital Markets Union and Growth Prospects for Small and Medium-Sized Enterprises“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019, 151.

31 У тој области ЕУ је већ раније усвојила две важне уредбе: Уредбу 345/2013 о европским фондовима предузетничког капитала (*Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds Text with EEA relevance*, OJ L 115, 25. 4. 2013, са каснијим изменама), познату и кроз скраћеницу EuVECA; као и Уредбу 346/2013 о европским фондовима за социјално предузетништво (*Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds Text with EEA relevance*, OJ L 115, 25. 4. 2013, са каснијим изменама), познату и кроз скраћеницу EuSEF. О могућности стварања пан-европских кредитних фондова вид. Andrea Perrone, „Capital Markets Union: A Proposal for Action“, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Nr. 3/2016, доступно на адреси: <https://ssrn.com/abstract=3389427>, 1. 10. 2022, 4–5.

32 Вид. F. Allen, L. Pástor, 16.

33 У то време је важила Директива о проспекту који се објављује када се хартије од вредности јавно нуде или укључују у трговање (*Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance)*, OJ L 345, 31. 12. 2003), касније у неколико махова мењана, да би затим била стављена ван снаге Уредбом 2017/1129 о проспекту који се објављује када се хартије од вредности јавно нуде или укључују у трговање на регулисано тржиште (*Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC*,

Трећи аспект унапређеног финансирања који води стварању уније тржишта капитала нарочито се односио на *дугорочно, одрживо и инфраструктурно инвестирање* широм Европе. У том циљу је посебно био важан законски оквир који регулише ризике у овим врстама улагања, нарочито инфраструктурном. Најважнији циљ у овој области био је због тога усмерен на анализу постојећих ограничења у правилима о формирању и одржавању капитала кредитних установа и осигуравајућих друштава. Такође је велика нада била усмерена и на нове европске фондове и њихову будућу улогу у највећим, стратешким, дугорочним и инфраструктурним инвестицијама. Реч је о фондовима попут фондова за дугорочно улагање, уређених ЕУ прописима још 2015. године, као и о Европском фонду за стратешка улагања, који су нарочито значајни ради прикупљања приватних и јавних, посебно ЕУ извора финансирања.³⁴ Унапређено финансирање нарочито је било још тада усмерено и на одрживе инвестиције, у којима се посебно истичу пројекти емитовања тзв. зелених обвезница.³⁵

Следећи важан аспект Акционог плана био је усмерен на потребу *јодсјицања инвестирања и слободу избора* како за појединачне, тако и за институционалне инвеститоре. Када је реч о појединачним инвеститорима, примећује се да је лична уштеђевина већа, иако је улагање

OJ L 168, 30. 6. 2017), са каснијим изменама, од којих је последња из фебруара 2021. године, укључујући и посебну Делегирану уредбу Европске комисије 2019/980 од 14. марта 2019 (*Commission Delegated Regulation (EU) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation (EC) No 809/2004 (Text with EEA relevance)*, OJ L 166, 21. 6. 2019). Такође су се измене тичале и Директиве о тржиштима финансијских инструмената (*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 (recast) Text with EEA relevance*, OJ L 173, 12. 6. 2014), која је такође касније мењана, са последњим изменама од фебруара 2021. године.

34 Уредба о европским фондовима за дугорочна улагања (*Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds (Text with EEA relevance)*, OJ L 123, 19. 5. 2015), позната и као ELTIF Уредба; односно Уредба о Европском фонду за стратешка улагања, Европском саветодавном центру за улагања и Европском порталу за пројекте улагања (*Regulation (EU) 2015/1017 of the European Parliament and of the Council of 25 June 2015 on the European Fund for Strategic Investments, the European Investment Advisory Hub and the European Investment Project Portal and amending Regulations (EU) No 1291/2013 and (EU) No 1316/2013 — the European Fund for Strategic Investments*), OJ L 169, 1. 7. 2015).

35 Посебно о овом виду одрживог финансирања у нашој литератури вид. Ранко Совиљ, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и привреда*, бр. 2/2022, 335–354.

у тржиште капитала мање него што је то било у прошлости. Ради тога је нарочито била истакнута потреба подстицања прекограничне конкурентности финансијских услуга, нарочито оних које се нуде појединачним улагачима, уз одговарајућа правила о транспарентности и обезбеђење конкурентности широм ЕУ, уз могућност већег избора. ЕУ је била предвидела као један од важних задатака да у том циљу изради Зелену књигу о финансијским услугама и услугама осигурања који се нуде појединачним инвеститорима, да испита тржиште ових услуга, њихове дистрибуције и начина на који се пружају инвестициони савети како би видела у ком правцу је могућ напредак у овој области, укључујући ту посебно и тржиште индивидуалних пензионих планова. Такође је било важно подстицање институционалних инвеститора, нарочито омогућавање њихових дугорочних улагања и улагања у мало и средње предузетништво уз разумна правила која се односе на управљање ризицима. Због тога је уследила потреба измене одредби правила Солвентност II,³⁶ а пажња је посвећена и потреби евалуације правила која уређују прекограничне активности инвестиционих фондова.

Нарочито је за ЕУ било важно *посијати способност* банке да *позајмљује средства* како би ове финансијске институције наставиле да играју важну улогу на тржишту капитала. Ревизија правила која уређују банке, нарочито правила која се односе на очување њиховог капитала и заштиту ризика, била је нужна ради пружања већих инвестиционих прилика, нарочито за дугорочно инвестирање. Такође је пажња била окренута и ка подстицању различитих извора финансирања, нарочито путем дужничких хартија од вредности, где се и даље испитују могућности и отвара потреба дефинисања адекватног европског правног оквира.

Најзад, први пут је истакнут значај *уклањања препрека међу земљама чланицама како би се омогућило несметано прекогранично инвестирање*. Тим поводом је било важно отклонити препреке које постоје у националним правима, како оним која се тичу права хартија од вредности и правила која се односе на њихову трговину, тако и оних из области стечаја и пореског права. Ради тога је било важно обезбедити што већу правну сигурност, предвидиве механизме према којима ефикасно функционише тржиште капитала, укључујући не само трговину, него и поступак клиринга и салдирања. Предложене су различите законодавне акције и у сродним областима стечајног и пореског права. Најзад,

36 Делегирана уредба Европске комисије којом се допуњују одредбе Директиве о оснивању и обављању делатности осигурања и реосигурања – Солвентност II (Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) Text with EEA relevance, OJ L 12, 17. 1. 2015; даље у тексту и фуснотама: Солвентност II).

јачање обједињеног надзора било је кључно у стварању уније тржишта капитала. Стога је већ тада било предвиђено да се процене ризици који су могли да утичу на финансијску стабилност, и сходно резултатима процене осмисле адекватни заштитни механизми. Нарочито је у том циљу било важно ангажовање институција ЕУ задужених за надзор над финансијским тржиштима, нарочито Европског надзорног тела за хартије од вредности и финансијско тржиште и израда стратегија које би водиле јачању обједињеног надзора у овој области.

Реализација основних циљева који су задати Акционим планом била је подељена у конкретне 33 мере, чија је реализација планирана до 2019. године, када је било предвиђено да ће унија тржишта капитала бити функционална и да ће досећи задат ниво интегрисања.³⁷ Било је предвиђено и да ће у међувремену током 2017. године циљеви поново бити размотрени и да ће се у Акциони план унети евентуалне измене.

Европска унија је у међувремену кренула да реализује постављене циљеве. Већ након шест месеци од објављивања Акционог плана, Европска комисија је поднела Први извештај о унији тржишта капитала, а убрзо затим израдила и Програм убрзане реформе који је нарочито подвукао значај испуњења предвиђених циљева и потребу њихове што брже реализације.³⁸ Оцена постигнутих резултата средином рока за остварење циљева Акционог плана уследила је, као што је било и предвиђено, током 2017. године у Ревидираном плану.³⁹

2. Ревидирани план 2017

Акциони план 2015 већ је дао бројне резултате убрзо након усвајања – већ осамнаест месеци након његовог објављивања Европска комисија је предузела 20 од укупно 33 превиђене мере. Ипак,

37 Мере су подељене у оквиру шест наведених основних циљева и набројане на крају Акционог плана са временским оквиром који је био предвиђен за конкретну реализацију сваке од наведених мера. Вид. Акциони план 2015, 29–30.

38 Први извештај о унији тржишта капитала (European Commission, *Commission Staff Working Document – Capital Markets Union: First Status Report*, Brussels, 25. 4. 2016. SWD(2016) 147 final); и Програм убрзане реформе (European Commission, *Communication from The Commission to The European Parliament, The Council, The European Central Bank, The European Economic and Social Committee and The Committee of The Regions: Capital Markets Union – Accelerating Reform*, Brussels, 14. 9. 2016. COM(2016) 601 final).

39 Извештај и ревизија резултата Акционог плана (European Commission, *Communication from The Commission to The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and The Committee of The Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, {SWD(2017) 224 final}, {SWD(2017) 225 final}, Brussels, 8. 6. 2017, COM(2017) 292 final; даље у фуснотама: Ревидирани план 2017).

Европска комисија се врло брзо суочила и са бројним новим, до тада непредвиђеним проблемима. Најважнија околност тих година је била одлука Велике Британије о изласку из ЕУ. Ова околност изазвала је не само политичку кризу, већ је имала и потенцијални директан утицај на финансијска тржишта земаља чланица ЕУ. Томе је нарочито допринео значај Велике Британије у укупној економији држава чланица и чињеница да је реч о најважнијем финансијском центру у Европи.

Отуд је јасно због чега је потреба консолидације тржишта капитала и брига о финансијској стабилности постала израженија врло брзо након усвајања Акционог плана. Такође је била важна приоритетна реализација мера предвиђених ради успостављања ефикасне и стабилне уније тржишта капитала међу осталим земљама чланицама ЕУ.

Ревидирани план 2017 истакао је неколико важних изазова са којима је унија тржишта капитала и поред предузетих мера из Акционог плана и даље остала суочена.⁴⁰ Пре свега, било је потребно веће инвестирање у иновативне и развојне пројекте. Поред тога, био је нужан и подстицај власничких улагања јавним путем и јачање тржишта дужничких хартија од вредности у свим земљама чланицама. Остала је наглашена потреба флексибилнијег режима банкарских кредита у нове пословне подухвате. Уочено је да осигуравајућа друштва и пензиони фондови и даље недовољно улажу у ризични капитал, власнички капитал и инфраструктуру и тиме недовољно повлаче приватна средства у инвестиционе пројекте. Такође је очигледно да појединачна улагања и даље нису била на завидном нивоу, будући да се приватна средства у највећој мери састоје у краткорочној штедњи на банковним рачунима. Нужно је било да инвестирање буде разноврсније, адекватно потребама појединачних улагања и објективних околности (попут продужења животног века и потребе дугорочног инвестирања у индивидуалне пензионе планове). Ради тога је нарочито било важно подстицање конкурентне и транспарентне понуде инвестиционих услуга и производа. Најзад, прекогранична улагања и даље су наилазила на значајне препреке и остала су у великој мери у националним оквирима, те их је било нужно што пре уклонити.

Сходно новим изазовима предложено је приоритетно поступање у најважнијим циљевима постављеним Акционим планом 2015 уз њихову допуну новим актима или другим неопходним мерама.⁴¹ Иако је усвојено неколико важних предлога аката из области подстицања инвестирања, као и унапређене финансијске стабилности, најважнија

40 Сумарно вид. *Ibid.*, 4.

41 За табеларни преглед нових приоритетних циљева и нових активности вид. *Ibid.*, 19–22.

питања која је истакла Европска комисија била су израда предлога аката који се односе на пан-европске приватне пензионе производе, уређење решавања сукоба закона о последицама трговине хартијама од вредности и захтевима који из њих произлазе на трећа лица; као и детаљно уређење општих правила о обезбеђеним обвезницама на европском ни-воу.⁴² Поред тога, било је предложено и даље спровођење мера из Акционог плана 2015 у што краћем року. Међу приоритетним активностима нашло се унапређење правила која уређују Европско надзорно тело у области хартија од вредности и тржишта капитала и друга европска надзорна тела како би се додатно ојачала њихова позиција и обезбедила појачана надзорна улога.⁴³ Такође је приоритет била и израда студије која би указала на основне проблеме и њихово решење како би се створио одговарајући систем за укључивање малих и средњих предузећа на јавно тржиште. Осим тога истакнута је потреба унапређења надзора над инвестиционим друштвима, као и правног оквира за финансијске технологије. Размишљало се о мерама за подстицај тржишта ненаплативих кредита и јачању позиције обезбеђених поверилаца. Посебно се пажња окреће одрживом пословању, транспарентности и потреби да се о овим чиниоцима води рачуна приликом финансијског и нефинансијског извештавања; као и разматрању могућности уређења прекограничног пословања инвестиционих фондова и надзора над њиховим радом. Прекогранично инвестирање захтева и тумачење постојећих правила о прекограничним инвестицијама у оквиру ЕУ, као и процену потребе одговарајућег уређења решавања тих спорова. Најзад, локално и регионално јачање тржишта капитала важно је за многе земље чланице и треба да чини део европске развојне стратегије.

3. Резултати Акционог плана од 2015. године

Акциони план 2015 сачињен је са идејом да се његови резултати остваре до 2019. године. Након истека тог периода Европска комисија је сачинила извештај у коме износи резултате предвиђене Акционим планом, односно резултате у стварању јединственог тржишта капитала.⁴⁴ У периоду од пет година од усвајања Акционог плана постигнуто

42 *Ibid.*, 6–7.

43 Вид. редефинисане активности посебно у *Ibid.*, 10–17.

44 Унија тржишта капитала: напредак у изградњи јединственог тржишта капитала за снажну економску и монетарну унију (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Capital Markets Union: progress on building a single market for capital for a strong Economic and Monetary Union*, {SWD(2019) 99 final}, Brussels, 15. 3. 2019,

је изузетно много. За унију тржишта капитала нарочито је било важно усвајање бројних аката, као и њихове измене, иако су такође успешно окончани политички договори око правила која је требало усвојити у будућности. Мањи број питања остао је без решења, а о многим је покренута дискусија.⁴⁵

Усвојене су измене Уредби о европским фондовима предузетничког капитала и европским фондовима за социјално предузетништво у октобру 2017; затим Уредбе која хармонизује правни оквир секјуритизације кроз једноставну, транспарентну и стандардизовану секјуритизацију (*Simple, Transparent and Standardised (STS) securitisations*) из децембра 2017; као и Уредба о проспекту у јуну 2017.

Постигнути је политички договор о Уредби о пан-европским личним пензионим производима из децембра 2018, као и о хармонизованим општим правилима о обезбеђеним обвезницама из фебруара 2019. Такође је у фебруару 2019. постигнут договор о правилима о прекограничној дистрибуцији колективних инвестиционих фондова, као и о правилима која се односе на надзор над инвестиционим друштвима; док је у децембру 2018. постигнут договор о правилима Предлога директиве о оквиру превентивне реорганизације, другој прилици и мерама којима се повећава ефикасност поступка реорганизације, стечаја и престанка друштва. Промовисана су правила о тржиштима раста за мала и средња предузећа у марту 2019, као и Уредба о уређењу инфраструктуре европских тржишта. Најзад, у марту 2019 је предложена измена Уредбе која уређује ОТЦ финансијске деривате, централну другу уговорну страну и депозитаре хартија од вредности ради унапређеног надзора над централном другом уговорном страном, како би се смањили ризици на финансијску стабилност.

Покренути је разговор о правилима која би уредила групно инвестирање, као и о меродавном праву за дејства уступања потраживања према трећим лицима, а такође је размотрена и могућност ширих овлашћења европских надзорних тела, нарочито у области прања новца и финансирања тероризма, где је нарочито значајна интеграција надзора. Такође се разговарало и о правилима о јединственом опорезивању прекограничних група друштава.

Поред правила која су директно имала за циљ успостављање и јачање уније тржишта капитала, важна су била и она која се односе на одрживо финансирање: иако није постигнут успех у класификацији система одрживог финансирања, политички договор је почетком 2019. ипак остварен у погледу њиховог објављивања правилима Предлога

СОМ(2019) 136 final; даље у тексту и фуснотама: Закључни извештај Акционог плана 2019).

45 О резултатима вид. *Ibid.*, 4–12.

уредбе о објављивању одрживих инвестиција и њиховим ризицима;⁴⁶ као и Предлога уредбе о референтним вредностима за климатску транзицију.⁴⁷

Не само што је усвојен велики број аката који су Акционим планом из 2015. године били предвиђени – усвојено је чак десет предлога прописа, а Европска комисија је усвојила и бројне друге мере; већ је резултат био приметан и у запаженом расту тржишта капитала према економским показатељима, иако ће се њихови прави резултати видети тек у будућности. Капитализација котираних ЕУ друштава на тржишту се вратила на период пре економске кризе, од чега учешће њихове иницијалне јавне понуде на глобалним тржиштима износи око 30%. Увећано је учешће нефинансијских котираних друштава на тржишту капитала, а такође је порасло тржиште дужничких хартија од вредности и прекогранична дистрибуција европских инвестиционих фондова.⁴⁸

4. Извештај Групе стручњака

Непосредно након пандемије, која је снажно утицала на економије земаља чланица, као и након изласка Велике Британије као највећег тржишта капитала из ЕУ, било је изузетно важно што пре осмислити будући план опоравка и интеграције тржишта капитала земаља чланица. За то није било довољно уобичајено финансирање које долази од јавних средстава и банака, нарочито након пандемије и њених негативних последица. Поново је истакнут значај додатног, стабилног и дугорочног инвестирања, које долази из разноврсних извора и усмерено је у улагање у одговорне, одрживе и конкурентне пословне подухвате који су кључни за раст и развој европске економије. Посебно је уочен јаз између других светских економија у коришћењу различитих извора финансирања на ефикаснији начин, коришћењем модерних дигиталних технологија, и иновативним развојем предузетништва, у чему Европа заостаје за другим глобалним учесницима на тржишту.⁴⁹ Стога је

46 Предлог уредбе о објављивању одрживих инвестиција и њиховим ризицима (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, COM/2018/354 final*).

47 Овај акт је у међувремену усвојен – Уредба о референтним вредностима за климатску транзицију (*Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks (Text with EEA relevance), PE/90/2019/REV/1, OJ L 317, 9. 12. 2019*)

48 Вид. Закључни извештај Акционог плана 2019, 5.

49 Извештај групе стручњака, 6.

упркос великом успеху у реализацији циљева Акционог плана 2015. остало још много важних питања чије би регулисање могло да утиче на даље успостављање и функционисање уније тржишта капитала.

Европска комисија је наставила рад у том правцу и објавила позив ради формирања групе стручњака који би размотрили даље кораке. Радна група стручњака, формирана крајем 2019. године је сачинила свој Извештај током 2020. године, и он даје 17 препорука о даљем развоју уније тржишта капитала, издвојених кроз четири кључна циља.⁵⁰ Већина циљева је у великој мери већ до сада била истакнута и најчешће представља само наставак и разраду до сада постигнутих резултата.

Први циљ у даљем развоју уније тржишта капитала представља *стварање подстицајног и конкурентног пословног окружења*. Ради остварења тог циља предложено је седам препорука. Важно је истаћи нове идеје, попут увођења постојања јединственог места за приступ финансијским стандардизованим подацима о друштвима. Међу препорукама су се поново нашле оне које имају за циљ подстицање европских фондова дугорочног инвестирања, као и подстицање осигуравајућих друштава, односно банака, како би више улагали на тржиштима капитала. Препоруке су обухватиле и измену правила о тржишту капитала када на њему учествују мала и средња предузећа, нарочито правила о проспекту, злоупотребима на тржишту, као и објављивању информација јавних друштава. Међу препорукама је истакнут значај подстицања одрживог инвестирања и коришћење модерних технологија, те су предложене измене постојећих или регулисање до сада непознатих финансијских инструмената. Међу њима је истакнут значај уређења дигиталне имовине и дигиталних токена, како би се истакао значај савремених производа у будућем инвестирању друштава.

Други циљ према Извештају групе стручњака огледа се у *јачој и ефикаснијој инфрасируктури тржишта капитала*, ради чега су формулисале три препоруке. Оне су усмерене на положај централног депозитара хартија од вредности, дефинисање појма акционара и даљу разраду правила која се односе на остваривање права гласа; као и на даље укључивање инвеститора у одлучивање, нарочито користећи савремена средства комуникације и модерне технологије уз одговарајуће заштитне механизме.⁵¹

50 *Ibid.*, 11–25. За приказ предложених активности вид. и K. Langenbucher, 601–618.

51 Критички о предложеним изменама позиције централног депозитара и ограничењима у погледу информисања акционара кроз реформе формирања уније тржишта капитала вид. Thomais Kotta Kyriakou, „Harmonizing Corporate Actions for the Achievement of a Capital Markets Union: An analysis of the Shareholders’ Rights Directive, the Green Paper ‘Building a Capital Markets Union’ and TARGET2-Securities“, *European Company Law Journal*, Nr. 3/2017, 121–124.

Такође је као трећи циљ, комплементаран са остваривањем претходна два, истакнуто *појединачно улагање ради развоја тржишта капитала*. Од укупно четири препоруке, већ много је и раније било речи, а опет је поновљен значај приватног улагања у пензионе фондове и производе, унапређење финансијске писмености и културе улагања. Од помоћи улагачима нарочито је било важно додатно уредити дистрибуцију финансијских производа, саветовање и транспарентност.

Најзад, *уклањање граница на унутрашњем тржишту* остало је кључно за функционисање уније тржишта капитала. Три препоруке из ове области већ су и раније истакнуте, и односе се на област пореског и стечајног права, као и интегрисан појачан надзор, будући да и даље представљају значајне препреке у функционисању интегрисаног тржишта капитала. Ипак, интегрисани надзор и даље није једнодушно прихваћен, не само у погледу домаћаја и надлежности централних надзорних тела, већ нарочито и важних негативних ефеката које би могао да има, попут повећања трошкова за мала тржишта или мање учеснике на тржишту, нарочито мала и средња предузећа.⁵²

5. Акциони план 2020

Европска комисија је, након добијених препорука Групе стручњака, развила нови Акциони план и усвојила га у септембру 2020. године. Стварање истинске уније тржишта капитала остао је од кључног значаја за ЕУ и део је њених не само економских, већ нарочито и политичких циљева. Није случајно да уводна реченица новог плана цитира део из уводног обраћања Урсуле фон дер Лајен Европском парламенту приликом њене кандидатуре за председницу Европске комисије: *„Let’s get rid of all the barriers. Let’s open the door. Let’s finally complete the Capital Markets Union.“*⁵³

Акциони план наставља са до сада развијеним идејама – на првом месту свеобухватним и дугорочним планом који обухвата бројне међусобно повезане области. Он се заснива на новој реалности – на првом месту потреби финансијског опоравка и даљег развоја, ради чега је неопходно да будући извори финансирања потичу од развијеног

52 К. Langenbucher, 617.

53 „Хајде да се ослободимо свих баријера. Хајде да отворимо врата. Хајде да коначно довршимо Унију тржишта капитала.“ Вид. Акциони план 2020, 1; као и Opening Statement in the European Parliament Plenary Session by Ursula von der Leyen, Candidate for President of the European Commission, 16 July 2019, Strasbourg, доступно на адреси: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_19_4230, 11. 10. 2022.

тржишног финансирања. Такође, ново време донело је изазове у погледу новог дигиталног окружења и потребу значајних промена ка одрживом финансирању – за која су нужна изузетно велика улагања, укључујући нарочито и приватна улагања.⁵⁴ Нужно је да нова економија буде инклузивна, али и отпорна на изазове, у чему највећи значај има тржишно-оријентисан пензиони систем, као и подстицање појединачног инвестирања.⁵⁵ Унија тржишта капитала доприноси развоју мањих националних тржишта у земљама чланицама, подстичући притом глобални утицај и већу конкурентност европске економије. У циљу остварења својих економских и политичких циљева Европска комисија је израдила Акциони план који садржи 16 конкретних мера, намењених остварењу три основна циља.⁵⁶

Први циљ односи се на *одршку зеленој, дигиталној, инклузивној и отпорној економији и њеном опоравку, чинећи да финансирање европских друштва буде урисујућије*. Ради тога је формулисано укупно шест конкретних активности и мера. Они почивају пре свега на подстицању разноврснијег финансирања, нарочито оног које потиче од штедње и приватних инвеститора, али и других, глобалних инвеститора. Ради подстицања оваквог тржишног, а нарочито прекограничног финансирања, прва предложена мера омогућава већу видљивост друштава и лакше информисање инвеститора о потенцијалним пословним подухватима.⁵⁷ Она подразумева *формирање европске илајџ-форме – Европско јединствено мјесто за урисујући подацима*, нарочито оним која инвеститору дају финансијске и друге податке од значаја за одрживо пословање друштва. Поред тога, и даље се подстиче приступ

54 Само у овој области већ је врло много учињено на нивоу ЕУ, укључујући и стратегију еколошки оријентисаног и одрживог инвестирања, садржаној у Европском зеленом плану (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: The European Green Deal*, COM(2019) 640 final, Brussels, 11. 12. 2019); Стратегији дигиталног финансирања (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on a Digital Finance Strategy for the EU*, COM(2020) 591 final, Brussels, 24. 9. 2020); као и Стратегији за мала и средња предузећа за одрживу и дигиталну Европу (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: An SME Strategy for a sustainable and digital Europe*, COM(2020) 103 final, Brussels, 10. 3. 2020). Вид. Акциони план 2020, 4.

55 Акциони план 2020, 5.

56 Вид. циљеве Акционог плана 2020, 6–7, односно детаљно о свакој предвиђеној активности у оквиру предвиђених циљева Акциони план 2020, 7–14.

57 Нарочито о потреби јачања свести, бољој информисаности и спајању инвеститора са малим и средњим предузећима вид. P. Schammo (2015), 165–168.

и укључивање друштава на јавна тржишта капитала. То се нарочито односи на мала и средња предузећа, нарочито у иновативним делатностима, за која је поступак јавне емисије или укључивања у трговање на регулисаном и другим тржиштима капитала сувише скуп и компликован. Друга мера је предвидела *даље олакшање услова за њрисџиуи ѓржишиџу кайиџала*. Дугорочно инвестирање и даље је један од важних непосредних циљева, чиме се поред лакшег приступа тржишту капитала размишља и о стварању фонда иницијалне јавне понуде за мала и средња предузећа, нарочито онима која се баве стратешки важним делатностима. Осим тога, и даље се промовише подршка дугорочним инвестиционим пројектима кроз Европске фондове дугорочног улагања, који су већ уређени на нивоу ЕУ, а затим и касније унапређени правилима која су део резултата претходног Акционог плана 2015. Тренутно не постоји довољно оваквих фондова који су нарочито важни у подстицању дугорочних дигиталних, одрживих и инклузивних пројеката, те је трећа мера предвидела *ревизију ѓравила која уређују Евроџске фондове дуџорочноџ улаџања*. Даљи раст друштава мора да се ослони на нова улагања а не само позајмице, и то нарочито код оних друштава код којих се примећује брз раст и потенцијал да постану глобално конкурентна.⁵⁸ Стога се ради њих нарочито подстиче дугорочно инвестирање и власничко улагање институционалних инвеститора, нарочито осигуравајућих друштава, али и банака и инвестиционих друштава. Управо је четврта мера усмерена ка *уклањању ѓреџрека за дуџорочно улаџање осџгуравајућих друшџава, као и банака; укључујући и моџуће измене ѓравила о инвестџиционим услуџама маркеџ меџкера*. Ради заштите малих и средњих предузећа која немају услова да добију средства финансирања од банака предложено је у петој активности да се размотри *обавеза банке да уџуџи мала и средња ѓреџузећа на алџтернатџивне изворе финансирања* у случају да им не одобри средства путем кредита.⁵⁹ У овоме неки виде важан потенцијал за развој нових производа у банкарском сектору.⁶⁰ Најзад, последњи предлог намењен подстицању инвеститора усмерен је на *размаџрање моџуће измене ѓравила о секџуриџизациџи*, како би банке биле у могућности да даље позајмљују средства нарочито малим и средњим предузећима.

Други циљ који је поставио Акциони план 2020 огледа се у ***обезбеђењу сиџурниџеџ окружења за џојединачну шџедњу и дуџорочно улаџање***. Предвиђене су три конкретне мере. Пре свега, и поред

58 Акциони план 2020, 8.

59 О значају ове активности за даље финансирање малих и средњих предузећа вид. посебно С. Kumrap, 22–25.

60 G. Barba Navaretti *et al.*, 146.

великих средстава појединачна улагања су релативно мала на укупном тржишту капитала, а постојећа не дају довољно користи њиховим улагачима. Такође су ограничена на националне оквире, будући да је тешко приступити упоредивим и јасним информацијама о конкурентним могућностима за улагање. Најзад, појединачни инвеститори и даље немају довољно знања и способности да би донели исправну информисану инвестициону одлуку, нарочито у погледу пензионих улагања. Стога је у оквиру овог циља предвиђено неколико корака који имају за циљ *унапређење улагања путем финансијске писмености грађана, јачање поверења у тржиште капитала; као и подршка појединцима кроз различите пензионе производе*. Предвиђено је да ће се размислити о развоју европског оквира за финансијску стручност, као и захтева да земље чланице промовишу мере у циљу финансијске едукације, нарочито у односу на одговорно и дугорочно инвестирање. Друга конкретна мера усмерена је на *измену постојећих правила о информисању појединачних улагача, тако да оно буде правично, јасно и са могућим упоређењем понуђених инвестиционих производа*. Такође се предлаже и *једноставније информисање* мањим бројем података, нарочито онима који су усмерени ка искуснијим појединцима који улажу. Најзад, ту је истакнута и *потреба унапређења квалификација финансијских саветника*. Трећа активност која би нарочито помогла остварењу овог циља Акционог плана усмерена је на *пензионе производе и испитивање адекватности пензионих средстава у земљама чланицама уз развој система за њихово праћење за сваког појединца*. Такође је нужно *одстицање професионалних пензионих шема и развој њихове добре праксе*.

Најзад, трећи циљ остаје ***интеграција националних тржишта капитала у истински јединствено тржиште капитала***. Остварење овог циља већ се и раније показало као врло амбициозно и наишло је на бројне препреке. Упркос свим усвојеним мерама тржиште је остало подељено, са значајним разликама и степеном развијености у земљама чланицама широм Европе. У Акционом плану 2020 за остварење овог циља предвиђено је чак седам активности и мера којима би требало отклонити разлике у правном режиму или успостављеној пракси, нарочито присутној у области пореског, стечајног и компанијског права. Тако је предвиђено уклањање пореских препрека у случају прекограничног инвестирања ради чега се разматра о *заједничком стандардизованом систему пореских олакшица и ослобођења*. Такође је поновљен захтев ка смањењу разлика и постојећој неизвесности које проистичу из националних правила која уређују поступак стечаја. Иницијатива би била усмерена на *истизање минималне хармонизације или истизање заједничких решења у појединим важним питањима стечаја*. Овде је

такође предложена могућност *извештавања* у сарадњи са Европским надзорним телом из области банкарства, како би се омогућиле процене *ефективности националних режима у иштању намирена и израживања* из уговора о кредиту. Истакнута је потреба једноставнијег учешћа акционара у раду друштва и вршењу њихових права, нарочито у прекограничном контексту. Стога се размишља о *дефинисању појма „акционара“ на европском нивоу и даљој хармонизацији иштања везаних за комуникацију инвеститора, финансијских посредника и издаваоца*, узимајући у обзир коришћење нових дигиталних технологија.⁶¹ Посебно је истакнуто да је нужно поновити напоре да би се боље *уредило ипужање ирекограничних услуга у вези са ирповином хартијама од вредности*, на којима је својевремено већ инсистирао Акциони план 2015. Размотрена је могућност *објављивања консолидованих података о ирповини хартијама од вредности, нарочито о цени и обиму ирповине*, тако да ови подаци буду комплементарни са онима из предлога о увођењу јединственог места за приступ подацима о друштвима, о којима је већ било речи. *Заштита инвеститора* и олакшано улагање нарочито су дошли до изражаја последњих година након расправе о валидности билатералних инвестиционих уговора. Будући да су ова питања одлучујућа у функционисању јединственог тржишта капитала, њихово *унапређење и јачање* поставило се као нужно у остварењу циљева овог Акционог плана. Најзад, надзор над јединственим тржиштем све је важнији, будући да се оно развија и постаје све више интегрисано. Стога се оправдано размишља о озбиљнијем већем интегрисаном надзору на европском нивоу. Иако су мишљења о овом питању врло подељена, многи истичу да нема истински јединственог тржишта без обједињеног надзора.⁶² За сада се *предлаже сачињавање јединствених правила о тржиштима капиталних инструмената која се примењују неједнако*, а такође се *предлаже да се даље развоји ширење надлежности или појачана координација у надзору Европских надзорних тела*.

6. Резултати Акционог плана 2020

Резултати Акционог плана усвојеног 2020. године већ сада су видљиви и значајни. Годину дана од његовог доношења Европска комисија је објавила чак четири важна предлога прописа, сумирајући и остале

61 Критички, о границама задирања права финансијских тржишта у опште институционалној правној оквирној структури, нарочито Eilis Ferran, „A Legal Framework for Financial Market Integration: Resetting the Agenda beyond the Sectoral Single Rulebook“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019, 56.

62 F. Allen, L. Pástor, 15.

резултате у свом годишњем извештају.⁶³ Овај „законодавни пакет“ обухватио је питања чији је циљ подстицај инвестирања и нарочито унапређење дугорочног одрживог инвестирања.

Први предлог чини пакет прописа – усвајање нове директиве и измена неколико већ постојећих директива и уредби и има циљ да успостави *евројску илајиформу* – *Евројско јединствено место за при- стиуи подацима* од значаја за финансијске услуге, тржишта капитала и одрживост.⁶⁴ Циљ предложених правила пре свега је једноставан приступ подацима који су за сада у надлежности различитих тела на националном и европском нивоу на једном, централизованом месту. Осим једноставног приступа обједињеним подацима, предлог иде и корак даље, унапређујући начин на који је могуће приступити подацима (по природи ствари се сада инсистира на дигиталном приступу), а такође унапређује постојећа правила о обавезном објављивању правила кроз њихову лакшу доступност у погледу језика на коме су објављени и обима који је доступан. Финансијски и други подаци од значаја за одрживо пословање друштва и подаци о финансијским услугама и другим производима биће доступни током времена у неколико фаза, за сада је предвиђено да се омогуће до 2024. године, а окончају до 2026. године; уз могућност њихове дигиталне обраде и бесплатан отворени приступ. Тело које је надлежно за успостављање ове јединствене тачке предвиђено је да буде ЕСМА (Европско надзорно тело за хартије од вредности и тржишта капитала).

63 Унија тржишта капитала – годину дана након Акционог плана (European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Capital Markets Union – Delivering one year after the Action Plan*, COM(2021) 720 final, Brussels, 25. 11. 2021; даље у фуснотама: даље у фуснотама: Извештај Европске комисије 2021).

64 Формирање европске платформе, размене и вођења централизованих података предвиђено је трима прописима: Предлогу уредбе о успостављању европског јединственог места приступа којим се омогућава централизовани приступ јавно доступним информацијама од значаја за финансијске услуге, тржишта капитала и одрживост (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point providing centralised access to publicly available information of relevance to financial services, capital markets and sustainability*), COM(2021) 723 final, Brussels, 25. 11. 2021); Предлог директиве којом се мењају поједине Директиве у погледу успостављања и функционисања јединственог европског места за приступ (*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending certain Directives as regards the establishment and functioning of the European single access point*), COM(2021) 724 final, Brussels, 25. 11. 2021); Предлог уредбе којом се мењају поједине Уредбе у погледу успостављања и функционисања јединственог европског места за приступ (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending certain Regulations as regards the establishment and functioning of the European single access point*), COM(2021) 725 final, Brussels, 25. 11. 2021).

Други предлог односи се на *измене њосѝојећих ѝравила о евројским фондовима дугорочној инвестирања*.⁶⁵ Будући да ови фондови представљају алтернативу финансирању друштава уместо оног које долази од банака, несумњиво је да представљају важан део правила усмерених на остваривање циљева из Акционог плана. Правила из предлога имају циљ да обезбеде већу флексибилност у правилима улагања средстава из фондова, лакши приступ њиховим средствима уз адекватну контролу пословања ради заштите инвеститора.

Предвиђена је *измена ѝравила која је уредила Дирекѝива која уређује друшѝива за ујрављање алѝернатѝивним инвестиционим фондовима*.⁶⁶ Предложена решења између осталог омогућавају непосредно позајмљивање средстава фонда, праћење и управљање ризицима и њихово унапређење, као и детаљније уређење могућности преноса појединих овлашћења друштва за управљање на трећа лица.

Најзад, последњи предлог обухватио је важне измене прописа (по први пут након њихове имплементације од 2018. године) *који уређују ѝрѝовину финансијским инструменѝима – Дирекѝиве 2014/65/ЕУ (MiFID II), као и Уредбе (ЕУ) 600/2014 (MiFIR)*.⁶⁷ Пре свега су усмерене

65 Предлог уредбе којом се мењају одредбе Уредбе (ЕУ) 2015/760 у погледу обима прихватљиве имовине и улагања, састава портфолија и захтева диверсификације, позајмљивања новчаних средстава и других правила о фондовима, као и о условима који се односе на дозволу за рад, политику улагања и услове пословања европских фондова дугорочног инвестирања (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2015/760 as regards the scope of eligible assets and investments, the portfolio composition and diversification requirements, the borrowing of cash and other fund rules and as regards requirements pertaining to the authorisation, investment policies and operating conditions of European long-term investment funds*), COM(2021) 722 final, Brussels, 25. 11. 2021).

66 Предлог директиве којом се мењају одредбе Директиве 2011/61/ЕУ и 2009/65/ЕУ у погледу преноса овлашћења, управљања ризиком ликвидности, надзорном извештавању, одредбама о пружању услуга депозита и кастоди услугама, као и могућностима позајмљивања средстава алтернативних инвестиционих фондова (*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds*), COM(2021) 721 final, Brussels, 25. 11. 2021).

67 Предлог уредбе којом се мењају одредбе Уредбе (ЕУ) 600/2014 у погледу подстицања тржишних података о друштвима, уклањању препрека за успостављање консолидоване објаве, побољшање обавеза трговања и забрану пријема плаћања за прослеђивање налога клијената (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders*), COM(2021) 727 final, Brussels, 25. 11. 2021); као и Предлог директиве којом се мења Директива 2014/65/ЕУ о тржиштима финансијских инструмената (*Proposal for a*

на већу транспарентност података, на првом месту оних у погледу обима и цене трговања финансијским инструментима. Такође се измене тичу и јаснијег уређења плаћања накнада за финансијске услуге, као и јаснијих услова под којима се тргује на различитим тржиштима капитала широм Европе.

V Поглед у будућност

Резултати Акционог плана 2020. не могу и даље да се сагледају. Пре свега, Европска комисија најавила је усвајање бројних мера и прописа током ове године, настављајући да испуњава конкретне активности из Акционог плана.

Међу њима нарочито треба истаћи рад на једноставнијем уређењу услова за пријем на регулисана тржишта, што је нарочито важно за финансирање малих и средњих предузећа и њихов даљи раст. Такође имају изузетан значај за даљи развој целокупног тржишта капитала и глобално позиционирање европских друштава.⁶⁸

Други важан пројекат који је најављен за ову годину успоставиће оквир отвореног финансирања – како би омогућио пружаоцима финансијских услуга да размењују и користе своје податке како би даље унапредили своје услуге и производе. Овај оквир не пружа корист само финансијским институцијама, већ и корисницима, којима је на овај начин омогућено лакше поређење финансијских услуга и услова под којима се пружају, како би највише одговарали њиховим потребама.⁶⁹

У сарадњи са земљама чланицама, као и Организацијом за економску сарадњу и развој, Европска комисија спрема оквир финансијске едукације одраслих, како би лакше могли да разумеју постојеће инвестиционе и пензионе производе и донесу разумну информисану одлуку о својим личним финансијама.⁷⁰ Одмах након тога, овај оквир развијаће се и за млађу популацију.

Такође се међу новим иницијативама налази и онај део плана у вези са уједначавањем правила стечајног права. Посао је, за разлику од других задатака, дугорочан и политички осетљив, те је нужно његово одмерено планирање. За почетак се предвиђа израда студије изводљивости која би требала да укаже на кључна питања у којима би било пожељно хармонизовано уређење појединих питања или праксе у

Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments), COM(2021) 726 final, Brussels, 25. 11. 2021).

68 Извештај Европске комисије 2021, 7.

69 *Ibid.*, 7.

70 *Ibid.*, 8.

поступању у стечајним поступцима. Иако је планирано да се о њима сачини предлог директиве, могуће је и истовремено усвајање препорука у питањима у којима није нужно или могуће извршити хармонизацију.⁷¹

Из свега изложеног јасно је да постоји већ много мера и активности које ће у будућности даље развити тржишта капитала и унапредити њихову интеграцију. Ипак, унија тржишта капитала са собом носи значајну економску и политичку сложеност, те је разумљиво да ову идеју није једноставно остварити ни у кратком, нити у средњем року.⁷² Многи аутори већ дуго су истицали да је политика неких земаља чланица ЕУ била таква да начелно подржавају унију тржишта капитала, док, са друге стране, њихове националне реформе често имају управо супротан ефекат, и штите домаће институције и структуре, нарочито оне у оквиру свог банкарског система.⁷³ Услед тога за успешно функционисање уније тржишта капитала и даље остаје кључна улога и подршка земаља чланица, као и других носилаца интереса.⁷⁴ Након усвајања прописа и других аката ЕУ, од кључног значаја за њихово спровођење и коришћење остаје воља свих заинтересованих учесника на европским тржиштима капитала.

VI Закључак

Успостављање уније тржишта капитала представља целовиту, свеобухватну и дугорочну структурну реформу на нивоу ЕУ. Реч је о једном од неколико тренутно највећих и водећих пројеката Европске комисије, који имају за циљ развој целокупне европске привреде уз већу отпорност на будуће изазове. Идеја интеграције тржишта у истински европско јединствено тржиште капитала подразумева пре свега могућност приступа финансијама и могућностима штедње и улагања за све учеснике на тржишту, без обзира на то из које земље чланице ЕУ они потичу и где се налазе. Док са једне стране успостављање уније тржишта капитала има бројне предности – за привредне субјекте у виду додатног финансирања, за појединце и потрошаче – у виду нових инвестиционих прилика, као и друштва као целине; толико има и негативних страна – у ризицима који прате тржишта капитала.

71 Вид. више *Ibid.*

72 А. Perrone, 3.

73 N. Dorn, 189, посебно наводећи: Iain Hardie, Huw Macartney, „Too Big to Separate? A French and German defence of their biggest banks“, *Finance Watch*, 26 March 2015, доступно на адреси: <https://www.finance-watch.org/too-big-to-separate-a-french-and-german-defence-of-their-biggest-banks/>, 1. 10. 2022, интернет извор без странице.

74 Извештај Европске комисије 2021, 6.

Пројекат формирања и функционисања уније тржишта капитала је скуп међусобно повезаних делова – сегмената, који граде једну целину. Замишљен је као комплементарна системска реформа у којој су пре свега јасно истакнути најважнији видови и облици финансирања које треба подстицати. Дефинисано је у које пословне форме (мала и средња предузећа, јавна друштва) и које типове инвестиција вреди улагати (одрживе, дугорочне, инфраструктурне; а онда такође и у савремене дигиталне пројекте). Затим су предвиђени комплементарни извори финансирања који би нарочито обезбедили средства за улагање у ове видове и облике финансирања (приватно и институционално инвестирање).

За реализацију овог пројекта нужно је време и нарочито сарадња свих учесника на тржишту – не само европских институција и држава чланица, већ нарочито привредних субјеката, улагача, потрошача. Отуд успостављање, а нарочито функционисање уније тржишта капитала и даље остаје неизван подухват и велики изазов који се налази пред Европом.

Коришћена литература

- Allen Franklin, Pástor Luboš, „Capital Markets Union: Key Challenges“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019.
- Barba Navaretti Giorgio, Calzolari Giacomo, Ottaviano Gianmarco, Franco Pozzolo Alberto, „Capital Markets Union and Growth Prospects for Small and Medium-Sized Enterprises“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019.
- Berrigan John, „Closing remarks at High-Level Conference Capital Markets Union: investing for a stronger, prosperous and sustainable European Union“, 1. 6. 2022, доступно на адреси: https://finance.ec.europa.eu/events/capital-markets-union-investing-stronger-prosperous-and-sustainable-european-union-2022-06-01_en, 1. 10. 2022.
- Dell’Ariccia Giovanni, „A Capital Market Union: A Few Thoughts“, *The new financial architecture in the Eurozone* (eds. Franklin Allen, Elena Carletti, Joana Graz), European University Institute, Florence, 2015.
- Ferran Eilis, „A Legal Framework for Financial Market Integration: Resetting the Agenda beyond the Sectoral Single Rulebook“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos,

- Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019.
- Hardie Iain, Macartney Huw, „Too Big to Separate? A French and German defence of their biggest banks“, *Finance Watch*, 26 March 2015, доступно на адреси: <https://www.finance-watch.org/too-big-to-separate-a-french-and-german-defence-of-their-biggest-banks/>, 1. 10. 2022.
- Kalss Susanne, „The Promotion of Small and Medium-Sized Companies Acting as a Catalyst for European Capital Markets Law?“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019.
- Kotta Kyriakou Thomais, „Harmonizing Corporate Actions for the Achievement of a Capital Markets Union: An analysis of the Shareholders’ Rights Directive, the Green Paper ‘Building a Capital Markets Union’ and TARGET2-Securities“, *European Company Law Journal*, Nr. 3/2017.
- Kumpan Christoph, „Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Nr. 1/2016.
- Langenbucher Katja, „Building a Capital Market – the Final Report of the High Level Forum on the EU Capital Market Union“, *European Company and Financial Law Review*, Nr. 6/2020.
- Lannoo Karel, „Which Union for Europe’s Capital Markets?“, *ECMI Policy Brief*, Nr. 22/2015, доступно на адреси: <https://www.ceps.eu/download/publication/?id8811&pdfECMI%20PB22%20KL%20Capital%20Union%20final.pdf>, 1. 10. 2022.
- Perrone Andrea, „Capital Markets Union: A Proposal for Action“, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Nr. 3/2016, доступно на адреси: <https://ssrn.com/abstract3389427>, 1. 10. 2022.
- Pietrancosta Alain, „Recent Initiatives in Favor of Listed and Nonlisted Small and Medium-Sized Enterprises: A Legal Perspective“, *Capital Markets Union and Beyond* (eds. Franklin Allen, Ester Faia, Michael Haliassos, Katja Langenbucher), The MIT Press Cambridge, Massachusetts – London, England, 2019.
- Ringe Wolf-Georg, „Capital Markets Union for Europe – A Political Message to the UK“, University of Oxford Legal Research Paper Series, Paper No 26/2015, March 2015, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract2575654>, 1. 10. 2022.
- Совиљ Ранко, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и њивреда*,

- бр. 2/2022. (Совиљ Ранко, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и њивреда*, бр. 2/2022)
- Schammo Pierre, „Capital Markets Union and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment“, *The new financial architecture in the Eurozone* (eds. Franklin Allen, Elena Carletti, Joana Graz), European University Institute, Florence, 2015.
- Schammo Pierre, „Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market“, *European Company and Financial Law Review*, Nr. 2/2017.

Tatjana JEVREMOVIĆ PETROVIĆ, PhD
Full Professor at the University of Belgrade Faculty of Law, Serbia

FOSTERING OF THE EU CAPITAL MARKETS UNION

Summary

In this paper the author presents an overview of the idea of forming and strengthening the capital markets union (CMU) – an ambitious political, economic and legal project of the EU. This idea, aimed at the formation of a single European capital market, has so far been implemented through numerous legal reforms and other activities and measures. Significant changes were made to the current legal framework of financial markets, especially capital markets, and no important topic in this area has been bypassed.

The paper aims to familiarize domestic public with the idea of creating the EU CMU. It also provides a comprehensive view of the reasons that led to reform and its implementation in the EU so far, as well as expected further reforms. The domestic public is given the opportunity to look at the EU CMU idea in order to follow reforms in the Republic of Serbia with greater understanding.

Key words: EU – Capital Markets Union. – Single Market. – Action Plan for the Formation of the Capital Markets Union 2015 – Action Plan 2020.

Датум пријема рада: 15. 11. 2022.

Датум прихватања рада: 19. 12. 2022.