

# **ANALIZA PRIMJENE MIFID DIREKTIVE U CRNOGORSKI REGULATORNI SISTEM**

*Podgorica, februar 2014. godine*

## Sadržaj:

|                                                                                                                                                |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Uvod.....                                                                                                                                   | 3  |
| 2. Ciljevi donošenja Direktive za tržišta finansijskih instrumenata (MIFID).....                                                               | 5  |
| 3. Ključne oblasti koje reguliše MIFID.....                                                                                                    | 7  |
| 4. Prednosti usvajanja MIFID direktive.....                                                                                                    | 10 |
| 5. MiFID kroz Nacrt Zakona o tržištu kapitala Crne Gore.....                                                                                   | 11 |
| 6. Koristi i moguća ograničenja Crne Gore od implementacije MIFID-a.....                                                                       | 19 |
| 7. Uporedna iskustva.....                                                                                                                      | 24 |
| 7.1. Kipar.....                                                                                                                                | 24 |
| 7.1.1. Implementacija MIFID-a na Kipru.....                                                                                                    | 24 |
| 7.1.2. Ovlaštenja nadležnog organa da implementira MiFID.....                                                                                  | 24 |
| 7.1.3. Proces dobijanja licence za investicionu kompaniju od nadležnih organa u skladu sa MIFID-om.....                                        | 25 |
| 7.1.4. Koristi Kipra od implementacije MiFID-a.....                                                                                            | 28 |
| 7.2. Uporedne jurisdikcije.....                                                                                                                | 30 |
| 8.    Predlog za donošenje nove direktive za tržišta finansijskih instrumenata (MIFID II).....                                                 | 35 |
| 8.1. "Global Regulatory Reform. The world of financial instruments just got more complex. Time to take note. Capital markets reform: MiFID II" | 36 |
| Prilog A.....                                                                                                                                  | 41 |
| Prilog B.....                                                                                                                                  | 44 |
| Prilog C.....                                                                                                                                  | 45 |
| Prilog D.....                                                                                                                                  | 46 |
| Prilog E.....                                                                                                                                  | 47 |
| Prilog F.....                                                                                                                                  | 48 |
| Prilog G .....68                                                                                                                               | 68 |

## **1. Uvod**

Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata (MiFID)<sup>1</sup> je usvojena, od strane Evropskog vijeta i Evropskog parlamenta, u aprilu 2004. godine, a počela se primjenjivati u novembru 2007.god. Direktivom se uspostavlja jedinstveno tržište i regulatorno uređenje za tzv. investicione usluge, za 30 zemalja članica Evropskog ekonomskog područja (27 zemalja članica EU, Island, Norveška i Lihtenštajn).

U cilju implementacije MiFID-a (tzv. MiFID Level 1), od strane Evropske komisije 10. avgusta 2006. godine donijeta su i dva posebna akta, u formi posebne Direktive<sup>2</sup> (sadrži dvadeset članova kojima se propisuje tehničko sprovođenje mjera) i posebnih Pravila<sup>3</sup> (tzv. MiFID Level 2), kojima se definišu:

- pravno regulisati i obezbjediti cjelokupan proces stvaranja jedinstvenog tržišta EU za investicione usluge.
- prilagoditi se promjenama i inovacijama koje su se desile na tržištima hartija od vrijednosti,
- zaštititi investitore od prevara i zloupotreba, stvaranjem dubljeg, konkurentnijeg i efikasnijeg tržišta.

MiFID se primjenjuje na investiciona društva i regulisana-uređena tržišta, kao i na kreditne institucije, ukoliko obavljaju djelatnosti utvrđene direktivom. Termin investiciono društvo odnosi se na sva pravna lica koja je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga trećim licima i/ili obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti, na profesionalnoj osnovi.

MiFID proširuje obim primjene i uvodi širi raspon investicionih usluga, uključujući pružanje savjeta o investiciji i djelovanje multilateralne sistema trgovine (MTF-ova), širi raspon finansijskih instrumenata, uključujući i buduće robne transakcije i druge relevantne transakcije derivativima, i širi raspon lokacija za trgovinu finansijske systemske internalizatore i MTF-ove. Takođe postavlja visoke standarde organizacije i poslovanja koji se primjenjuju na sve investicione kompanije i sve kreditne institucije koje posluju u skladu sa MiFID-om. Ovi standardi uključuju bavljenje konfliktima interesa, najbolje djelovanje, klasifikaciju potrošača (privatne, stručne i poželjne ugovorne strane) i zahtjeve koji se tiču pogodnosti/adekvatnosti potrošača.

MiFID postavlja razumljiv regulatorni režim koji upravlja izvršenjem transakcija finansijskih instrumenata bez obzira na metode trgovine koji se koriste za zaključivanje tih transakcija, zbog osiguravanja visokog kvaliteta investicionih transakcija i podržavanja integriteta i cjelokupne efikasnosti finansijskog sistema. Investicione kompanije trebaju razmotriti sve načine, da bi

---

<sup>1</sup> Direktiva 2004/39/EC Evropskog parlamenta i Savjeta od 21.04. 2004. o tržištima finansijskih instrumenata dopunjuje Direktivu Savjeta 85/611/EEC i 93/6/EEC i Direktivu 2000/12/EC Evropskog Parlamentu i Savjeta, a ukida Direktivu Savjeta 93/22/EEC.

<sup>2</sup> Direktiva 2006/73/EC, koja se odnosi na organizacione zahtjeve i radne uslove za investicione kompanije

<sup>3</sup> Uredba 1287/2006, koja se odnosi na obavezu vođenja evidencije za investicione kompanije, izvještaje o transakciji, transparentnost tržišta, dozvolu za trgovine finansijskim instrumentima

pružile najbolje moguće rezultate u ime njihovih klijenata, uzimajući i u obzir važne faktore poput cijene, vremena potrebnog za izvršenje naloga i troškova.

Sa dvostrukim ciljem zaštite investitora i osiguravanja nesmetanog funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti i da bi se omogućilo investitorima i ul'esnicima tržišta da su u svako vrijeme u mogućnosti da procijene uslove transakcije akcija koje se razmatraju i da potvrde kasnije uslove u kojima je izvedena, postavljaju se opća pravila za objavljivanje detalja o izvršenim transakcijama akcija i za otkrivanje detalja o trenutnim mogućnostima trgovine akcijama.

MIFID-om se uspostavlja razumljiv režim transparentnosti primjenljiv na sve transakcije akcija nezavisno od njihovog izvršenja od strane investicione kompanije na bilateralnoj osnovi, bilo putem uređenih tržišta, bilo putem multilateralnih sistema trgovine, a pojačavaju se odredbe o razmjeni informacija između nacionalnih nadležnih organa i pojačavaju obaveze pomoći i saradnje koje organi duguju jedan drugom.

MIFID sadrži mnoge inovacije koje dozvoljavaju koherentniji nadzor pan-evropskih finansijskih tržišta. Uslijed povećanja međunarodne trgovine, nadležni organi trebaju pružiti jedan drugom relevantne informacije za obavljanje njihovih funkcija, da bi osigurali efikasno sprovođenje ove Direktive, uključujući i situacije kada kršenja ili sumnje o kršenju mogu biti stvar organa dvije ili više država članica.

Cilj Direktive i njenih mjera implementacije je da ponudi potreban stepen harmonizacije, da bi se investitorima ponudio visok nivo zaštite i dozvolilo investicionim kompanijama da pružaju usluge širom Zajednice, obzirom da je riječ o jedinstvenom tržištu, na osnovu nadzora matične države.

Napredak u tehnologijama koje su uključile okvir za trgovanje i propusti u transparentnosti koji su se razvijali i postali vidljivi tokom godina u kojima se implementirao MiFID su zahtijevali reviziju regulatornog okruženja u pravcu koji je više poznat kao MiFID II.

## **2. Ciljevi donošenja Direktive za tržišta finansijskih instrumenata (MIFID)**

Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata predstavlja regulatorni okvir za pružanje investicionih usluga u vezi sa finansijskim instrumentima od strane banaka i investicionih firmi, kao i za poslovanje regulisanih tržišta kojima upravljaju organizatori tržišta, sa odgovarajućim ovlaštenjima i obavezama nacionalnih regulatornih tijela.

Suština MIFID-a je stvaranje integrisanog finansijskog tržišta na kome su investitori efektivno zaštićeni i na kome je osiguravana efikasnost i jedinstvenost tržišta. Kao rezultat uvođenja ove direktive, tržišta su se integrisala i smanjeni su troškovi trgovanja i veličeg izbora firmi koje pružaju investicione usluge i čine lepeze finansijskih instrumenata.

EU nastoji da ostvari ove ciljeve propisujući minimum zahtjeva za funkcionisanje finansijskih tržišta zemalja članica. U tom smislu, Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata postavlja osnovne uslove pod kojima investicione firme i banke mogu pružati specifične vrste usluga ili uspostaviti filijale u drugim državama članicama EU, a na osnovu dozvole izdate u matičnoj državi članici EU. Kako zbog sve većeg broja investitora koji su aktivni na finansijskim tržištima i sve većeg kompleksnosti investicionih usluga i čišćenja lepeze finansijskih instrumenata, neophodno je bilo uspostaviti minimalni stepen harmonizacije propisa na jedinstvenom finansijskom tržištu EU. Harmonizacija propisa treba da omogućiti visok nivo zaštite investitora, kao i pružanje investicionih usluga na tržištu EU pod nadzorom matične države članice.

Stoga, MIFID uključuje investiciono savjetovanje kao investicionu uslugu za koju je potrebno licenciranje, imajući u vidu sve veću zavisnost investitora od preporuka za ulaganje kapitala. Dalje, u listu finansijskih instrumenata MIFID uključuje i određene robne derivate, a koji su uporedivi sa tradicionalnim finansijskim instrumentima. MIFID uspostavlja razumljiv regulatorni okvir za izvršenje transakcija bez obzira o kom se metodi trgovanja radi, kao i za obezbjeđenje što povoljnijeg izvršenja transakcije za investitora. MIFID prepoznaje i nove generacije sistema za trgovanje pored regulisanih tržišta, kao što je multilateralna trgovačka platforma (u daljem tekstu: MTP) te propisuje minimume zahtjeva za efikasno i redovno funkcionisanje MTP. MIFID definiše regulisano tržište i MTP kao organizovani sistem za trgovanje u koje ne uključuje bilateralne sisteme na kojima investicione firme trguju svakodnevno za svoj račun.

MIFID se stara o zaštiti vlasništva investitora, bilo da se radi o novčanim sredstvima ili finansijskim instrumentima klijenata, propisujući obavezu odvojenog držanja klijentovih sredstava i finansijskih instrumenata od imovine investicione firme. Međutim, to ne bi trebalo da onemogući investicionu firmu da obavlja posao u svoje ime a za račun klijenta, kada to zahtijeva sama priroda transakcije uz saglasnost investitora.

Sa čišćenjem obima usluga koje investicione firme obavljaju istovremeno, povećava se i mogućnost sukoba interesa investicione firme sa interesima klijenata, te se stoga propisuju pravila koja bi trebala da obezbijede da takav sukob interesa ne ugrozi interese klijenta.

Jedan od ciljeva donošenja ove direktive je **bolja zaštita investitora**, pa se stoga propisuju različite kategorije investitora kao što su profesionalni investitori i mali klijenti, za koje se propisuju različite obaveze investicionih firmi. Zahtijeva se i izvršavanje transakcija po principu

koji je najpovoljniji za klijenta. Ovaj princip ne podrazumijeva samo najbolju cijenu, nego i najmanji trošak, brzinu izvršenja transakcije, kao i vjerovatnoću da će transakcija biti izvršena.

Jedan od ciljeva je i **postizanje uslova fer konkurencije**, te MIFID propisuje obavezu uspostavljanja mogućnosti poređenja postignutih cijena finansijskih instrumenata kojima se trguje na različitim sistemima za trgovanje (regulisana tržišta, MTP ili kod posrednika). Propisuje se obaveza objavljivanja podataka o cijenama postignutim na navedenim tržištima. Zemlje članice EU su u obavezi da uklone sve prepreke za konsolidaciju bitnih informacija i njihovo objavljivanje na nivou cijele EU.

Kako bi se obezbijedilo funkcionisanje tržišta kapitala, MIFID uspostavlja zajednička pravila za objavljivanje detalja o izvršenim transakcijama, kao i objelodanjivanje bitnih podataka vezanih za izdavaoce finansijskih instrumenata, a kako bi se promovisala efikasnost u procesu formiranja cijene za vlasnike finansijske instrumente. Uspostavlja se razumljiv i transparentan režim primjenjiv na sve transakcije sa akcijama, bez obzira na mjesto izvršenja transakcija. Zemlje članice moraju primijeniti obaveze izvještavanja o izvršenim transakcijama i za instrumente koji nijesu uključeni u trgovanje na regulisanom tržištu, kao što su zahtjevi sa transparentnim izvještavanjem i prije i poslije izvršenja transakcija.

MIFID propisuje da zemlje članice moraju zaštititi pravo na zaštitu ličnih podataka klijenata kao fizičkih lica. Propisuje i minimume zahtjeva za potrebnim kapitalom za organizatora regulisanog tržišta, uzimajući u obzir specifičnu prirodu rizika koji postoje na takvim tržištima. Konkretno, regulatorna tijela država članica bi trebalo da međusobno sarađuju kao i da imaju propisan minimum ovlaštenja i kadrovskih resursa koji bi garantovala efektivan nadzor nad finansijskim tržištima.

### **3. Ključne oblasti koje reguliše MiFID**

#### **1. Ovlaštenje, regulacija i vađenje dozvola**

Pravna lica na koja se odnosi MiFID dobijaju dozvole za rad u svojim matičnim (domicilnim) zemljama, tj. u zemljama u kojima imaju registrovano sjedište. Jednom kada takvo pravno lice dobije dozvolu, može u mogućnosti da koristi MiFID passport za pružanje svojih usluga klijentima u svim drugim zemljama članicama EU. Način pružanja tih usluga može regulisan od strane matične zemlje članice, za razliku od sadašnjeg pravnog okvira (ISD Investment Services Directive koja uređuje oblast investicionih usluga), prema kojem su takve usluge regulisane od strane zemlje članice u kojoj se usluga pruža.

#### **2. Kategorizacija klijenata**

MiFID propisuje da pravna lica čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga (Investment firms) obavezno izvrše kategorizaciju svojih klijenata. Prema kategorizaciji klijenata utvrđuje se način i nivo zaštite interesa klijenata, a MiFID propisuje sljedeće kategorije klijenata: kvalifikovani klijent - eligible counterparties, profesionalni klijent - profesional client i mali klijent - retail client. Od kategorizacije klijenata zavisi i ocjena njihove podobnosti za korištenje neke od investicionih usluga.

#### **Izvršavanje klijentovih naloga**

MiFID propisuje način dobijanja informacija o klijentima koje je potrebno prikupiti prilikom izvršavanja naloga klijenata, sa ciljem da se osigura da pravno lice čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga (Investment firms) nastupa u najboljem interesu klijenta. MiFID propisuje i način prijema i izvršavanja naloga različitih klijenata.

#### **3. Transparentnost prije trgovine**

Primjena MiFID-a može zahtijevati da berze na kontinuiranom tržištu obezbijede zbirne informacije za naloge za likvidne hartije od vrijednosti, na način da se javno objavljuje pet najboljih cijena, kako na strani prodaje tako i na strani kupovine, a za slušbeno tržište može dostupna i najbolja ponuda i potražnja od strane marketmekera.

#### **4. Transparentnost poslije trgovanja**

MiFID može zahtijevati od pravnih lica čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga (Investment firms) da objave cijene, količinu i vrijeme za sve transakcije sa hartijama od vrijednosti koje su listirane na slušbenom tržištu, čak i kada se radi o vanberzanskoj transakciji, osim u slučaju posebnih (propisanih) uslova kada je dozvoljeno naknadno objavljivanje takvih informacija.

## 5. Najbolje izvršenje

MiFID propisuje da pravna lica čija su djelatnosti ili poslovanje usmjereni na pružanje investicionih usluga (Investment firms) preduzmu sve moguće i raspoložive radnje sa ciljem ostvarivanja najboljih rezultata u izvršavanju klijentovih naloga. Najbolji rezultat nije ograničen samo na realizaciju najbolje cijene, nego uključuje i troškove, brzinu, vjerovatnoću izvršenja i mogućnost poravnanja, kao i druge (propisane) relevantne faktore.

## 6. Sistemski internalizator

Sistemski internalizator je pravno lice čija je djelatnost ili poslovanje usmjereno na pružanje investicionih usluga (Investment firms) koje izvršava naloge svojih klijenata uparujući (matching) ih sa hartijama od vrijednosti iz svog portfolia ili sa naložima svojih drugih klijenata. Prema odredbama MiFID-a Sistemski internalizator se tretira kao mini berza, što, između ostalog, podrazumijeva da je Sistemski internalizator subjekt koji mora poštovati propise o transparentnosti prije i poslije trgovine.

### Direktiva se ne primjenjuje na:

- (a) društva za osiguranje, društva koja se bave reosiguranjem ili retrocesijom;
- (b) osobe koje pružaju investicione usluge isključivo svojim matičnim društvima, svojim društvima klijentima ili drugim društvima klijentima svojih matičnih društava;
- (c) osobe koje pružaju investicione usluge povremeno u sklopu obavljanja svoje redovne djelatnosti i ako je ta djelatnost uređena zakonskim ili drugim propisima ili etičkim kodeksom za tu određenu djelatnost, koji ne isključuju pružanje takvih usluga;
- (d) osobe koje ne pružaju druge investicione usluge ili aktivnosti osim trgovanja za sopstveni račun, osim ako trguju za svoj račun izvan uređenih tržišta ili MTP-a na organizovan, ulastao i sadržajan način te pružajući i sastav dostupan trećim stranama kako bi trgovali s njima;
- (e) osobe koje pružaju takve investicione usluge koje se sastoje isključivo od upravljanja programima zajedničkog djelovanja zaposlenih;
- (f) osobe koje pružaju investicione usluge koje se sastoje isključivo od upravljanja programima zajedničkog djelovanja zaposlenih i pružanja investicionih usluga samo svojim matičnim društvima, svojim društvima klijentima ili drugim društvima klijentima svojih matičnih društava;
- (g) članove Evropskog sastava središnjih banaka, ostala nacionalna tijela koja obavljaju slične poslove i ostala javna tijela zadužena za upravljanje ili koja posreduju pri upravljanju javnim dugom;
- (h) društva za zajednička ulaganja i penzioni fondovi, bez obzira na to jesu li usklađeni na nivou Zajednice, te njihovi depozitari i društva za upravljanje;
- (i) osobe koje za sopstveni račun trguju finansijskim instrumentima, ili koje pružaju investicione usluge u odnosu na derivate iz Priloga I. odjeljka C tačke 10. klijentima iz svoje redovne djelatnosti, pod uslovom da je to pomoćna djelatnost njihovim redovnim djelatnostima gledano na nivou grupe, te da njihova redovna djelatnost nije pružanje investicionih usluga za potrebe ove Direktive ili bankarskih usluga za potrebe Direktive 2000/12/EZ;

(j) osobe koje pružaju investiciono savjetovanje u okviru obavljanja neke druge redovne djelatnosti koja nije obuhvaćena ovom Direktivom, pod uslovom da se takvo savjetovanje ne naplaćuje;

(k) osobe čija se redovna djelatnost sastoji od trgovanja za sopstveni račun robama i/ili robnim izvedenicama. Ova se izuzetno ne primjenjuje ako su osobe koje za sopstveni račun trguju robama i robnim izvedenicama dio grupe čija je redovna djelatnost pružanje drugih investicionih usluga za potrebe ove Direktive ili bankarskih usluga za potrebe Direktive 2000/12/EZ;

(l) društva kod kojih se pružanje investicionih usluga i/ili obavljanje investicionih aktivnosti sastoji samo od trgovanja za sopstveni račun na tržištima budućih cijena (*financial futures*), opcija ili drugih izvedenica te na tržištima novca, isključivo u svrhu zaštite pozicija (*hedging*) na tržištima izvedenica, ili društva koja trguju za račun drugih članova tih tržišta ili za njih formiraju cijene za koja garantuju klirinški članovi istih tržišta, pri čemu odgovornost za izvršavanje ugovora koje su ta društva sklopila preuzimaju klirinški članovi istih tržišta;

(m) udruženja koje su osnovali danski ili finski penzionirani fondovi čija je jedina svrha upravljanje imovinom penzioniranih fondova koji su članovi tih udruženja.

#### 4. Prednosti usvajanja MIFID direktive

Implementacijom MIFID direktive:

- unapređuje se investiciono savjetovanje
- propisuje se jedinstveni pasož za funkcionisanje multilateralnih platformi za trgovanje
- proširuje se set finansijskih instrumenata na koje se odnosi sistem jedinstvenog pasoža
- MIFID donosi veći nivo harmonizacije. Ustanovljava detaljan set zahtjeva kojim se uređuje organizacija i način poslovanja investicionih firmi, kao i način poslovanja regulisanih tržišta i multilateralnih platformi za trgovanje. Cilj je promovisanje i razvoj jedinstvenog Evropskog tržišta za finansijske usluge koje je uređeno harmonizovanim setom pravila koji se odnose na aktivnosti koje su orijentisane prema investitorima, bez obzira koje se metode trgovanja koriste, uz istovremeno pružanje neophodnog nivoa zaštite.
- Uticaj na tržište kapitala. Povećana upotreba alternativnih platformi za trgovanje je uticala na promjenu infrastrukture tržišta kapitala, dijelom zbog prenošenja načina funkcionisanja berze na OTC tržište i dijelom zbog preispitivanja postojećeg načina funkcionisanja postojećih berzi. U kombinaciji sa povećanom tendencijom velikih firmi za internalizacijom naloga svojih klijenata, dosadašnji regulatorni okvir koji je fokusiran na tradicionalni način poslovanja berzi postaje nedovoljan. MIFID promovira izjednačavanje tradicionalnih berzi i novih platformi za trgovanje (uključujući i investicione firme). On uključuje dodatne zahtjeve koji se odnose na transparentnost prije i nakon zaključenih transakcije, kreiranje novog režima za sistemske internalizatore, kao i dodatne zahtjeve u pogledu izvještavanja o transakcijama.
- Ostali uticaji sistema jedinstvenog pasoža. Iako je sistem jedinstvenog pasoža bio uključen u ISD, postalo je evidentno da je razvoj ovog sistema otežan od strane regulative matičnih zemalja, posebno one regulative koja se odnosi na organizaciju i način poslovanja investicionih firmi. MIFID unapređuje način funkcionisanja jedinstvenog pasoža kroz jasno propisanu alokaciju odgovornosti između matične zemlje i zemlje u kojoj se nalazi filijala.

## **5. MIFID kroz Nacrt Zakona o tržištu kapitala Crne Gore**

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore pripremila je Nacrt Zakona o tržištu kapitala u kojem je implemenirala relevantne evropske direktive koje se odnose na tržišta kapitala. Nacrt Zakona o tržištu kapitala je u velikoj mjeri usaglašen sa međunarodnim principima i standardima EU. Riječ je o zakonu koji značajno mijenja tržište kapitala u Crnoj Gori.

U nastavku teksta objasnili smo odredbe Nacrta Zakona o tržištu kapitala, koje su usklađene sa rješenjima iz MIFID-a.

### **Opšti uslovi za obavljanje djelatnosti investicionog društva**

Investiciono društvo (brokersko dilersko društvo ili ovlaštena banka) je lice u koje redovne aktivnosti ili poslovanje spada pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima, odnosno profesionalno obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti.

Investicione usluge i aktivnosti koje se odnose na sve finansijske instrumente su:

1. prijem i prenos naloga koji se odnose na prodaju i kupovinu finansijskih instrumenata;
2. izvršenje naloga za račun klijenta;
3. trgovanje za sopstveni račun;
4. upravljanje portfoliom;
5. investiciono savjetovanje;
6. usluge pokroviteljstva u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata uz obavezu otkupa;
7. usluge u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa;
8. upravljanje multilateralnim trgovačkim platformama.

Pomoćne investicione usluge su:

1. pružanje i administriranje finansijskih instrumenata za račun klijenata, uključujući i pružanje instrumenata i sa tim povezane usluge, kao što je administriranje novčanim sredstvima i kolateralom;
2. davanje kredita i zajmova investitoru kako bi mu se omogućilo zaključenje transakcije sa jednim ili više finansijskih instrumenata, kada je u transakciju uključeno društvo koje daje zajam ili kredit;
3. opšte preporuke društvu u vezi sa strukturom kapitala, poslovnom strategijom i srodnim pitanjima i uslugama koji su u vezi sa spajanjem i kupovinom društava;
4. usluge deviznog poslovanja u vezi sa pružanjem investicionih usluga;
5. istraživanje i finansijska analiza ili drugi oblici općih preporuka u vezi sa transakcijama finansijskim instrumentima;
6. usluge u vezi sa pokroviteljstvom;
7. investicione usluge i aktivnosti, kao i pomoćne usluge koje se odnose na derivativne finansijske instrumente, to jest na:
  - robe
  - klimatske varijable

- troškove prevoza;
- emisije kupone;
- stope inflacije ili drugu zvanu ekonomsku statistiku;
- telekomunikacijske propusne opsege;
- kapacitet skladišta za robu;
- kapacitet prenosa ili transporta koji se odnosi na robu kada su u pitanju kablovi, cjevovod ili druga sredstva;
- kupon, kredit, dozvola, pravo ili slična imovina koja je direktno povezana sa snabdijevanjem, distribucijom ili potrošnjom energije dobijene iz obnovljivih resursa
- geološke, ekološke ili druge fizičke varijable;
- svako drugo sredstvo ili pravo zamjenjive prirode, osim prava na dobijanje usluge, koje se može prenijeti;
- indeks ili mjera koji se odnose na cijenu ili vrijednost ili obim transakcija svake imovine, prava, usluge ili obaveze; kada su oni povezani sa pružanjem investicionih usluga ili pomoći njih usluga;

Zakon je propisao da investiciono društvo može obavljati investicione usluge i aktivnosti ako ispunjava uslove kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenosti propisane aktom Komisije. Investiciono društvo je dužno da ima najmanje dva lica zaposlena na neodređeno vrijeme sa dozvolom Komisije.

Investiciono društvo je dužno da ustanovi adekvatna pravila i procedure koje obezbjeđuju da je poslovanje društva, njenih rukovodioca i zaposlenih u skladu sa odredbama zakona, aktima Komisije, kao i odgovarajućim pravilima koja se odnose na lične transakcije ovih lica. Ako investiciono društvo pruža usluge i obavlja aktivnosti investicionog savjetovanja ili upravljanja portfoliom, najmanje jedno fizičko lice, mora imati dozvolu Komisije za obavljanje poslova investicionog savjetnika i portfolio menadžera.

Investiciono društvo je dužno da ustanovi pouzdane administrativne i računovodstvene procedure, mehanizme unutrašnje kontrole, efikasne procedure za procjenu rizika, kao i efikasnu kontrolu i zaštitu informacionih sistema.

Poslove prijema i prenos naloga koji se odnose na prodaju i kupovinu finansijskih instrumenata, izvršenja naloga za račun klijenta, trgovanja za sopstveni račun, usluga pokroviteljstva u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata uz obavezu otkupa i usluga u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa mogu obavljati samo fizička lica zaposlena u investicionom društvu koja imaju važeću dozvolu za obavljanje tih poslova, dok poslove investicionog savjetovanja i portfolio menadžera mogu obavljati samo fizička lica zaposlena u investicionom društvu koja imaju važeću dozvolu za obavljanje poslova portfolio menadžera i investicionog savjetnika.

Komisija organizuje nastavu i polaganje ispita za sticanje zvanja brokera, investicionog savjetnika i portfolio menadžera. Dozvolu Komisija izdaje ako podnosilac zahtjeva za dobijanje te dozvole ima položen ispit za sticanje zvanja i ne podliježe primeni pravnih posljedica osude. Pri tome, podnosilac zahtjeva za dobijanje dozvole za obavljanje poslova investicionog

savjetnika i portfolio menadžera mora imati najmanje tri godine radnog iskustva sa visokom stručnom spremom na poslovima s hartijama od vrijednosti.

Komisija propisuje bližu sadržinu zahtjeva za davanje prethodne saglasnosti na izbor, odnosno imenovanje direktora i člana odbora direktora, nadzornog odbora ili izvršnog odbora investicionog društva koje je brokersko - dilersko društvo i rukovodioca investicionog društva koje je ovlaštena banka.

Opšta akta investicionog društva su osnivački akt, statut, pravila i procedure poslovanja, kao i pravilnik o tarifi. Investiciono društvo naplaćuje naknade za usluge i poslove koje obavlja do maksimalnih iznosa propisanih tarifnikom koji je dostavljen Komisiji. Komisija daje prethodnu saglasnost na osnivački akt, statut, pravila i procedure poslovanja, kao i na njihove izmjene i propisuje njihovu bližu sadržinu.

### **Kapitalni zahtjevi**

Propisan je i minimalni iznos kapitala koja investiciona društva moraju posjedovati kako bi obavljala određene investicione usluge. Ove odredbe Zakona u potpunosti su usklađene sa zahtjevima koje propisuje MIFID.

Minimalni kapital investicionog društva se određuje i izražava u skladu sa aktom Komisije i ne može biti manji od:

1. 125.000 eura za pružanje usluga za obavljanje brokerskih poslova (prijem i prenos naloga koji se odnose na jedan ili više finansijskih instrumenata i izvršenje naloga za račun klijenta) upravljanje portfolijom, investiciono savjetovanje i usluge u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa 125.000 eura;
2. 200.000 eura za pružanje usluga trgovanja za sopstveni račun (dilerski poslovi i poslovi market mejkera);
3. 730.000 eura za pružanje usluga pokrovitelja emisije i
4. 730.000 eura za pružanje usluga upravljanja multilateralnom trgovačkom platformom.

*Komisija za hartije od vrijednosti je napravila **Analizu primjene odredaba MIFID-a koje se odnose na minimalni kapital investicionih društava**, a koja se nalazi u prilogu G ovog teksta.*

### **Zaštita investitora**

Zaštita investitora u skladu sa MIFID direktivom ogleda se u standardima pružanja investicionih usluga koji su predviđeni Nacrtom zakona. Nacrt zakona propisuje da je prilikom pružanja investicionih usluga klijentima investiciono društvo dužno da stavlja interese svojih klijenata ispred sopstvenih interesa i posluje pravilno, pošteno i profesionalno, u skladu sa najboljim interesima klijenata poštujući i načela utvrđena odredbama Zakona.

Sve informacije, uključujući i marketinge, koje investiciono društvo upućuje svojim klijentima ili potencijalnim klijentima, moraju biti istinite, jasne i da ne dovode u zabludu, a marketingi materijal mora biti jasno označen kao takav.

Kako bi klijenti mogli da shvate prirodu i rizike investicionih usluga i vrstu finansijskog instrumenta koji se nudi i da donesu utemeljenu odluku o ulaganju, investiciono društvo klijentima ili potencijalnim klijentima daje odgovarajuće informacije u razumljivom obliku o:

1. investicionom društvu i njegovim uslugama;
2. finansijskim instrumentima i predloženim investicionim strategijama, uključujući i odgovarajuće smjernice i upozorenja u vezi sa rizikom ulaganja u pomenute instrumente, odnosno strategije;
3. mjestima izvršenja naloga;
4. troškovima i naknadama.

Pri pružanju investicionog savjeta ili usluga upravljanja portfolijom, investiciono društvo je dužno da prikupi neophodne informacije o znanju i iskustvu klijenta o investicionoj oblasti, finansijskoj situaciji i investicionim ciljevima klijenta koji su značajni za određenu vrstu finansijskog instrumenta ili usluge, kako bi investiciono društvo bilo u stanju da klijentu preporuči za njega odgovarajuću investicionu uslugu ili finansijski instrument.

Kada investiciono društvo pruža ostale investicione usluge, dužno je da zahtijeva od klijenta podatke o njegovom znanju i iskustvu u investicionoj oblasti koja je od značaja za finansijski instrument ili uslugu koja se nudi ili traži, kako bi moglo da procijeni u kojoj mjeri su predviđena investiciona usluga ili finansijski instrument odgovarajući za klijenta.

U slučaju kada investiciono društvo smatra da, na osnovu informacija dobijenih od klijenta, finansijski instrument ili usluga nisu pogodni za klijenta, o tome je dužno da ga upozori, a ovo upozorenje se može dostavljati u standardizovanoj formi. Ako klijent ne pruži ove informacije ili kada ne pruži dovoljno informacija o svom znanju i iskustvu, investiciono društvo je dužno da upozori klijenta da se zbog takve odluke ne može utvrditi da li su za njega određeni finansijski instrument ili usluga odgovarajući.

Investiciono društvo je dužno da u prostorijama u kojima obavlja rad sa strankama omogući uvid u pravila poslovanja i Pravilnik o tarifi, kao i da ih objavi na svojoj internet stranici.

Članovi uprave, rukovodioci i zaposleni investicionog društva dužni su da, kao poslovnu tajnu, čuvaju podatke o stanju i prometu na računima klijenata tog društva, ne smiju ih saopćavati trećim licima niti ih koristiti osim u interesu klijenta. Investiciono društvo je dužno da, kada drži finansijske instrumente klijenata, ustanovi adekvatne sisteme za zaštitu vlasničkih prava klijenata kako bi se spriječilo korištenje finansijskih instrumenata klijenta za račun investicionog društva ili za račun drugih klijenata, osim uz izričitu saglasnost klijenta.

Investiciono društvo ne može da:

1. zalaže ili otuđuje finansijske instrumente u vlasništvu klijenta bez njegovog prethodnog pismenog ovlaštenja;
2. izvršava naloge klijenata na način koji nije u skladu sa Zakonom i aktima Komisije, odnosno aktima regulisanog tržišta, ili MTP čije je investiciono društvo član ili korisnik;
3. kupuje, prodaje ili pozajmljuje za sopstveni račun iste finansijske instrumente koji su predmet

naloga klijenta pre postupanja po nalogu klijenta;

4. kupuje, prodaje ili pozajmljuje finansijske instrumente po osnovu ugovora o upravljanju finansijskim instrumentima isključivo radi naplate provizije ili druge naknade;
5. podstiče klijente na ul'estalo obavljanje transakcija isključivo radi naplate provizije.

Investiciono društvo koje ima dozvolu Komisije da drži novčana sredstva, odnosno finansijske instrumente klijenata dužno je da ispuni sljedeće zahtjeve radi zaštite prava svojih klijenata:

1. vođenje evidencija i računa na način koji im omogućava da u svakom momentu i bez odlaganja razdvoje sredstva jednog klijenta od sredstava drugog klijenta, kao i od sopstvenih sredstava;
2. precizno i tačno vođenje evidencija, računa i svoje korespondencije u vezi sa finansijskim instrumentima i novčanim sredstvima klijenata na računima koje vode;
3. redovno sravnjene svojih internih računa sa evidencijama i računima trećih lica koja drže ta sredstva;
4. preduzimanje neophodnih koraka kako bi se obezbijedilo da svi finansijski instrumenti klijenata registrovani u evidenciji Centralnog registra mogu da se razlikuju od finansijskih instrumenata investicionog društva;
5. preduzimanje neophodnih koraka kako bi se obezbijedilo da se sva novčana sredstva klijenata deponovana u kreditnoj instituciji koja je član Centralnog registra drže na račun ili računima koji se razlikuju od računa koji se koriste za držanje sredstava investicionog društva;
6. uspostavljanje odgovarajućih mjera kako bi se umanjio rizik od gubitka ili smanjenja imovine klijenata, odnosno prava u vezi sa tom imovinom, a koji mogu nastati kao posljedica zloupotrebe te imovine, prevare, lošeg upravljanja, neadekvatnog vođenja evidencije ili nemara.

Investiciono društvo je dužno da preduzme sve neophodne aktivnosti kako bi pri izvršenju naloga postiglo najbolji moguć i efekat po klijenta s obzirom na cijenu, troškove, brzinu, mogućnost izvršenja, saldiranje, veličinu, prirodu i sve ostale činioce u vezi sa izvršenjem naloga, s tim što kada klijent izda posebna uputstva u vezi sa transakcijom, investiciono društvo izvršava nalog prema tim uputstvima.

Investiciono društvo je dužno da ustanovi i sprovede efikasne procedure za izvršavanje naloga klijenata koje za svaku klasu finansijskog instrumenta sadrže podatke o različitim mjestima za izvršenje naloga klijenata i činocima koji utiču na izbor odgovarajućeg mjesta izvršenja naloga.

Investiciono društvo je dužno da obezbijedi svojim klijentima odgovarajuće informacije o izvršenju naloga i da prije izvršenja naloga od klijenta dobije pismenu saglasnost na procedure u vezi sa izvršenjem naloga, a navedene informacije i saglasnost mogu biti i dio ugovora sa klijentom.

Kada procedure izvršavanja naloga predviđaju mogućnost izvršenja naloga van regulisanog tržišta, odnosno MTP u skladu sa odredbama Zakona i aktima Komisije, investiciono društvo o toj mogućnosti mora da obavijesti klijenta i da od njega dobije prethodnu izričitu saglasnost prije

nego što pristupi izvršenju naloga, a ta saglasnost može biti dio ugovora ili data za svaku pojedinačnu transakciju.

Dalje, investiciono društvo je dužno da:

1. prati efikasnost procedura izvršavanja naloga kako bi na vrijeme identifikovalo i otklonilo nedostatke;
2. redovno procjenjuje da li se na mjestima izvršenja naloga navedenim u procedurama o izvršenju naloga postižu najbolji rezultati za klijente i da li je potrebno izvršiti izmjene u postojećim procedurama;
3. obavještava klijente o svim značajnim promjenama u vezi sa načinom ili procedurama izvršenja naloga;
4. svojim klijentima, na njihov zahtjev, dokaže da je izvršilo naloge u skladu sa procedurama društva o izvršenju naloga.

### **Sukob interesa**

Investiciono društvo je dužno da svoje poslovanje organizuje tako da se na najmanju moguću mjeru svedu mogući sukobi interesa njegovih klijenata i interesa tog investicionog društva, njegovih akcionara, direktora, članova odbora direktora, nadzornog odbora ili izvršnog odbora i zaposlenih tog društva.

Investiciono društvo je dužno da preduzme odgovarajuće mjere kako bi otkrilo sukobe interesa, uključujući i sukobe interesa investicionog društva, njegovih akcionara, direktora, članova odbora direktora, nadzornog odbora ili izvršnog odbora i zaposlenih tog društva i svih lica blisko povezanih s njima, s jedne strane, i interesa svojih klijenata, s druge strane, kao i međusobne sukobe interesa pojedinačnih klijenata, a koji nastanu tokom pružanja investicionih usluga.

Prije izvršenja transakcije za klijenta, investiciono društvo je dužno da klijenta upozna s mogućim sukobima njegovih interesa sa interesima tog društva, odnosno interesima drugih klijenata investicionog društva, uključujući i opštu prirodu, odnosno izvore tih sukoba.

### **Prijem naloga**

Investiciono društvo je dužno da sa klijentom zaključi pisani ugovor kojim se utvrđuju prava i obaveze ugovornih strana, kao i ostali uslovi pod kojima investiciono društvo klijentima pruža usluge, s tim što prava i obaveze ugovornih strana mogu biti navedeni i upućivanjem na pravna i druga dokumenta dostupna klijentu. Investiciono društvo je dužno da omogući svojim klijentima uvid u izmjene pravila poslovanja i pravilnik o tarifi u roku od sedam dana pre početka primjene tih izmjena.

Investiciono društvo je dužno da ustanovi mjere za brzo, pošteno i efikasno izvršenje naloga klijenata u odnosu na naloge ostalih klijenata ili tog investicionog društva. Ove mjere moraju omogućiti izvršenje sličnih naloga klijenata u skladu sa vremenom kada je investiciono društvo primilo naloge.

Kada investiciono društvo od klijenta primi nalog sa limitom u vezi sa akcijama koje su uključene u trgovanje na regulisanom tržištu, odnosno MTP, a koji nije odmah izvršen ili izvršiv prema trenutnom preovlađujućem stanju na tržištu, društvo je dužno da, osim ukoliko klijent nije izričito dao drugačija uputstva, preduzme mjere za izvršenje naloga u najkraćem roku, tako što će odmah objaviti nalog sa limitom na način koji će ga učiniti lako dostupnim ostalim učesnicima tržišta.

Smatra se da je investiciono društvo ispunilo ovu obavezu tako što je prosljedilo nalog sa limitom na regulisano tržište, odnosno MTP, kao i kada se obaveza objavljivanja limita ne primjenjuje na naloge koji prelaze uobičajenu veličinu tržišta utvrđenu pravilnicima regulisanog tržišta, odnosno MTP.

Investiciono društvo je dužno da klijentu dostavi izvještaje o izvršenim uslugama koji sadrže i troškove u vezi sa transakcijama i uslugama izvršenim u ime klijenta.

Investiciono društvo je dužno da:

1. vodi knjigu naloga u elektronskom obliku u koju se upisuju nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti, kao i opozivi tih naloga, na način kojim se odmah bilježi vrijeme prijema naloga i koji sprječava naknadnu izmjenu naloga koju nije odobrio klijent;
2. prima naloge klijenata u svojim poslovnim prostorijama.

Investiciono društvo može odlučiti da prima naloge klijenata telekomunikacionim ili drugim elektronskim sredstvima, ukoliko je to predviđeno ugovorom sa klijentom i u tom slučaju investiciono društvo radi obezbjeđivanja tačnosti i integriteta naloga u evidenciji investicionog društva primjenjuje odgovarajuće mehanizme.

### **Zastupnici**

Nacrtu Zakona propisano je da investiciono društvo mora da ima najmanje dva lica koja zastupaju to društvo, što predstavlja novinu za brokersko-dilerska društva koja su do sada bila obavezna da imaju po jednog zastupnika. Cilj ove dodatne obaveze treba da doprinese većoj sigurnosti poslovanja investicionih društava, prije svega zbog uvođenja novih usluga za klijente investicionih društava (zbirni novčani račun i sl.).

Kako se naša država opredijelila za pristupanje EU, a naročito nakon dobijanja statusa kandidata za članstvo u EU, otkriva se veoma kompleksan proces usklađivanja kompletne pravne regulative sa direktivama EU čiji su principi obavezujući za sve zemlje članice EU. Međutim, na tom putu još uvek nam predstoje pregovori sa EU u kojima se takođe precizira šta u kojoj oblasti je potrebno uskladiti i kojim tempom, a kako bi momentom pristupanja EU naš pravni poredak bio u potpunosti usklađen sa pravom EU. Stoga je na nama da procijenimo koje nam odredbe direktiva EU koristi da primijenimo odmah, a koje će zbog svoje zahtjevnosti biti bolje što kasnije ugraditi u domaće zakone. Ugrađivanjem odredaba MIFID-a u Zakon o tržištu kapitala, našinjen je samo prvi korak u procesu daljeg usklađivanja strukture domaćeg finansijskog tržišta sa prepoznatljivim principima koji vladaju na finansijskom tržištu EU i to u onoj mjeri u kojoj se postiže prije svega bolja zaštita investitora.

*Komisija za hartije od vrijednosti je u okviru Twining projekta MN 08 IB FI01 "Jačanje regulatornog i nadzornog kapaciteta finansijskih regulatora" (u daljem tekstu: Twining projekat) dobila pomoć i smjernice kod implementacije Direktive 2004/39/EC (MIFID). Tom prilikom su pripremljene Smjernice o unošenju Direktive 2004/39/EC u crnogorsko zakonodavstvo, koje se nalaze u prilogu F ovog teksta.*

## 6. Koristi Crne Gore od implementacije MIFID-a

S obzirom na niske poreske stope i dobro regulisan sistem koji je usklađen sa EU, Crna Gora je biti u mogućnosti da se pozicionira, kroz primjerenu i detaljnu srednjoročnu strategiju, kao poželjna destinacija za e-biznise i usluge koje se pružaju putem e-biznisa a koje su usmjerene na finansijski sektor.

Usvajanje direktiva i unaprijeđenje propisa u Crnoj Gori je privući regulisane i neregulisane kompanije koje žele da postanu privlačnije/bolje pozicionirane na tržištu, a doveći će do povećanja opcija koje imaju u pogledu jurisdikcija u kojima rade, na način da je investitori imati osjećaj razumijevanja i pouzdanosti, a da je se klijenti koji koriste usluge investicionih kompanija i u Crnoj Gori i u inostranstvu osjećati sigurnim.

Prepoznata su tri seta benefita MIFID-a

1. Prvi set benefita se odnosi direktno na investicione firme i korisnike njihovih usluga
2. Drugi set benefita koji proizilazi iz MIFID-a može dovesti do smanjenja cijene kapitala i do efikasnijeg načina investiranja, što za posljedicu može imati povećanje investicija, i posredno veći nivo GDP-a
3. Treći set benefita proizilazi iz indirektnih benefita koje MIFID donosi ekonomiji.

### Prvi set benefita

Prvi set benefita se odnosi na interesne grupe koje su direktno obuhvaćene odredbama MIFID-a. Mogu se analizirati potencijalni benefiti u četiri kategorije:

1. Benefiti koji proizilaze direktno iz regulative
2. Konkurencija i strukturni efekti na industriju
3. Inovacioni efekti
4. Efekti nezavisne regulative

#### 1. Benefiti koji proizilaze direktno iz regulative

U okviru ove kategorije možemo prepoznati sljedeće mehanizme iz kojih, u teoriji, mogu proizaći benefiti:

- 1) *Smanjenje troškova u procesu dobijanja i održavanja licenci.* Set aktivnosti koje su obuhvaćene jedinstvenim pasošem i pojednostavljen način dobijanja jedinstvenog pasoša može dovesti do toga da pojedine firme smanje troškove dobijanja i održavanja licence za obavljanje poslovanja.
- 2) *Smanjenje troškova u primjeni regulative.* Veći stepen harmonizacije regulatornih zahtjeva širom EU može dovesti do smanjenja dupliranja i varijacija u sistemu primjene regulative i u sistemu obuke zaposlenih.
- 3) *Unaprijeđenje cijena uslijed primjene sistema najboljeg izvršenja naloga.* Iako je sistem najboljeg izvršenja naloga u velikoj mjeri implementiran na crnogorskom tržištu kapitala,

usvajanje principa na način kako su propisani MIFID-om, može dovesti do smanjenja troškova za klijente.

- 4) *Unaprjeđenje funkcionisanja tržišta uslijed unaprjeđenja regulative.* Imaju li u vidu da opsefnija regulativa, koja prokriva i vidove trgovanja koji do sada nisu bili regulisani, može na poboljšanje funkcionisanja tržišta, obim prometa na tržištu može bilježiti rast i investicionim firmama se mogu pružiti nove mogućnosti za proširenje poslovanja.
- 5) *Smanjenje troškova transakcija uslijed efekta agregacije.* Osnovni cilj MIFID-a je postizanje dubljeg, likvidnijeg i pan-Evropskog tržišta kapitala. U okviru tržišta kapitala, mogućnost trgovanja uključuje da određene investicione firme imaju hartije od vrijednosti dostupnim za trgovanje konstantno, odnosno da je vrijeme mirovanja hartije veoma kratko. Sa povećanjem tražnje, vrijeme mirovanja hartije se smanjuje i samim tim troškovi mirovanja su manji. Pan-Evropsko tržište ima tendenciju agregiranja tražnje za takvim hartijama, što direktno može na povećanje likvidnosti i dubine tržišta i dovodi do smanjenja transakcionih troškova.

## 2) Konkurencija i strukturni efekti na industriju

Možda najznačajniji potencijalni benefiti MIFID-a su vezani za način na koji on može na povećanje i inveziviranje konkurencije. Prepoznanju se sljedeći mehanizmi koji mogu dovesti do toga:

- 1) *MIFID proširuje set aktivnosti koje su obuhvaćene jedinstvenim pasošem.* To znači da primjenom MIFID-a može doći do povećanja prekograničnog poslovanja i povećanja broja filijala, što dovodi do povećanja konkurencije.
- 2) *MIFID pojednostavljuje režim jedinstvenog pasoša.* Pojednostavljenjem režima jedinstvenog pasoša može doći do povećanja konkurencije i može se omogućiti igra EU finansijska integracija. Kao posljedica toga, firme mogu jednostavnije locirati mjesta na kojima se na efikasan način obavljaju poslovanje, što dovodi do smanjenja troškova za klijente.
- 3) *Obaveza najboljeg izvršenja naloga može dovesti do bolje „vidljivosti“ cijena, koja samim tim može postati značajniji faktor u odabiru investicije.* U ovoj situaciji je racionalno očekivati da cjenovna konkurencija može postati intenzivnija, što dovodi do povećanja kvaliteta izvršenja, a samim tim i cijene izvršenja naloga.
- 4) *Napuštanje pravila koncentracije može dovesti do povećanja konkurencije između regulisanih tržišta, multilateralnih platformi za trgovanje i sistemskih internalizatora.*

## 3) Inovacioni efekti

Postoji mogućnost da li MIFID dovesti do inovacija koje li kreirati benefite i za kompanije koje uvode inovacije i za korisnike usluga koje te inovacije omogućavaju. Svakako, u domenu je nagađanja koja bi forma inovacija to mogla biti, ali nije neuobičajeno da uvođenje novih regulatornih režima dovodi do razvoja inovacija.

#### 4) Efekti međuzavisne regulative

MIFID može uticati na ostvarivanje punih benefita od ostalih direktiva i nije je usvajanje planirano u okviru Zakona o tržištu kapitala, kao što su Direktiva o prospektu, Direktiva o zloupotrebi tržišta, Direktiva o garantnom fondu i Direktiva o organizacionim zahtjevima i uslovima poslovanja investicionih firmi. MIFID omogućava poboljšanu i sveobuhvatniju primjenu harmonizovanih standarda koje propisuju ove direktive.

#### Drugi set benefita

Kreiranje pan-Evropskog tržišta može imati brojne efekte na tržište kapitala, kao što su:

- 1) Tržište može postati dublje i to jest i količina dostupnog materijala za trgovanje može biti veća;
- 2) Tržište može postati likvidnije i to jest može doći do povećanja količine kapitala koji se koristi za trgovanje;
- 3) Može doći do povećanja tržišnog materijala u opticaju i posebno do razvoja u pojedinim oblastima tržišta, kao što su opcije za ugovore i robni derivati;

Dublje i likvidnije tržište, koje na efikasniji način premoćava rizike povrata investicije, koje ima razvijena kompleksna tržišta, može kreirati dodatni krug benefita kao što su:

- 1) Smanjenje troškova diverzifikacije
- 2) Bolje upravljanje rizicima, koje može uticati na kreiranje seta novih finansijskih usluga
- 3) Povećanje mogućnosti diverzifikacije rizika za penzione fondove i investicione fondove

Prethodno nabrojani efekti, u kombinaciji sa jačom konkurencijom i smanjenim transakcionim troškovima, mogu dovesti do smanjenja cijene kapitala, što može dovesti do povećanja investicija i povećanja BDP-a.

Dublje, likvidnije i razvijenije tržište kapitala može imati i efekat na zdravu kompanije koje su u trenutnoj poteškoći, koje se mogu finansirati na tržištu kapitala kako bi održale poslovanje za vrijeme recesije. Ovakav pristup može doprinijeti sprječavanju gaženja zdravih kompanija, samim tim se smanjuje dubina recesije i pozitivno utiče na održivi razvoj ekonomije.

Sve ovo bi na kraju dovelo do sljedećih makro benefita:

- Povećanje nivoa aktivnosti u finansijskom sektoru i povećanje udjela finansijskih usluga u BDP-u, što bi posljedično dovelo do rasta BDP-a i omogućilo održiviji put razvoja;
- Veći oporezivi prihodi bi doveli do nižeg budžetskog deficita i smanjili bi postojeći nivo duga, što bi oslobodilo sredstva za potrebne kapitalne investicije u infrastrukturu;

- Povećanje zaposlenosti, na koju bi uticale mogućnosti za napredne vještine i obuke koji bi bile prilagođene novim aktivnostima koje se odnose na e-biznis;
- Propratnih uticaja na lokalne trgovinske i ekonomske aktivnosti (npr. porast komercijalnih i rezidencijalnih nekretnina, prodaja vozila i drugi slični rashodi zbog preseljavanja stranih izvršnih direktora u Crnu Goru)
- Prirodno bi bilo da se zaključi da bi povećanje aktivnosti u ekonomiji dovelo do povećanja kupovne moći građana. Repatrijacija dobiti iz drugih sektora bi se smanjila, jer bi druge kompanije imale povećani spektar sektora u koje bi mogle da ulažu u Crnoj Gori.
- Mikro benefiti/koristi od pružanja zdravog okruženja za industriju finansijskih usluga bi mogli biti sljedeći:
- Značajno povećanje mogućnosti za zapošljavanje za lokalno stanovništvo i razvijanje kvalifikovane radne snage. Uz standardizaciju licenciranja za kvalifikovanu radnu snagu za konkretna radna mjesta u investicionim kompanijama, kada se licenciranje zahtjeva (npr. portfolio menadžmen, brokerske aktivnosti, dilerske aktivnosti za sopstveni račun, investiciono savjetovanje), pružile se mogućnost lokalnim profesionalcima da prođire i razviju svoje vještine na međunarodnom tržištu koje je već regulisano.
- Preseljenje/stvaranje tehnoloških i drugih kompanija za podršku u Crnoj Gori (npr. lokalne banke, marketinške kompanije, kompanije za izradu softvera, pružaoci korporativnih usluga, računovođe/revizori).
- Sa povećanjem broja zahtjeva od kompanija koje traže licencu od crnogorske Komisije za hartije od vrijednosti došlo bi do povećanja naplate registracionih naknada i godišnje naknade od investicionih kompanija u Crnoj Gori bi postavile Komisiju za hartije od vrijednosti na putanju ka samoodrživosti.

### Moguća ograničenja

Kada se kreira okruženje sa ciljem da se bolje primjeni paket finansijskih direktiva, onda treba razmotriti korporativne oblike koji će se koristiti na nacionalnom nivou. Dugačka i komplikovana administrativna papirologija za osnivanje i upravljanje korporativnih subjekata može vrlo lako da odbije interesovanje investitora.

Prethodno je pomenuto da komunikacija ili njen nedostatak mogu da budu ključni elementi u pogledu odluke investitora kod privlačenja biznisa i investicija u zemlju. Jezik kao barijera u komunikaciji sa potencijalnim investitorima koji žele da otvore investicionu kompaniju koja je licencirana u Crnoj Gori mogu da budu brana takvoj odluci.

Crna Gora je već uspostavila proces koji se odnosi na regulatorno okruženje u pogledu berze. Sigurno je da će bilo koja direktiva o finansijskim uslugama koja se implementira u Crnoj Gori

sada imati uticaj na uspostavljeni regulatorni režim, što treba ozbiljno uzeti u obzir. Ovo razmatranje treba da uključ i sposobost postojećih investicionih kompanija da se usklade sa novim direktivama i zahtjevima koji će se uvesti za investicione kompanije koje će podnositi zahtjeve u skladu sa novim režimom.

## **7. UPOREDNA ISKUSTVA**

### **7.1. KIPAR**

#### **7.1.1. Implementacija MiFID-a na Kipru**

Kipar je implementirao MiFID tako što ga je uključio u Zakon o investicionim uslugama i aktivnostima i regulisanim tržištima, Zakon broj 144(I)/2007.

Na Kipru je glavno regulatorno tijelo kada je u pitanju MiFID, Kiparska Komisija za hartije od vrijednosti i berze (CySEC), kojoj su dati zadaci kao što je supervizija i kontrola usluga koje se odnose na finansijske instrumente navedene u MiFID-u, licenciranje i povlačenje licenci za investicione kompanije, supervizija i usklađivanje njihovog rada sa regulatornim zahtjevima. Na taj način Kipar je iskoristio svoje diskreciono pravo iz MiFID-a da imenuje više od jednog nadležnog organa kao nacionalnog regulatora i zadržao je i Centralnu banku i Registratora za osiguranja u igri za nadzor onih usluga koje nude kreditne institucije odnosno osiguravajuća društva.

Kipar je uspio da lako sprovede tranziciju sa Zakona o investicionim uslugama (prethodni regulatorni režim za finansijske usluge) na MiFID režim, jer je unio neophodne zakonske odredbe kojima je naveo da se sva ovlaštenja koja su data u skladu sa prethodnim zakonima smatraju kao da su data u skladu sa MiFID-om, a istovremeno je tim preduzećima dato posebno ovlaštenje za pružanje investicionih savjeta i dat im je period od 2 mjeseca da podnesu zahtjev CySEC-u da bi postali ovlaštenja investiciona kompanija na Kipru u skladu sa MiFID zahtjevima. Na Kipru se ni jedna kompanije ne može kvalifikovati kao investiciona kompanija bez ovlaštenja CySEC-a.

Kada je Kipar implementirao MiFID on je to uradio bez uvođenja dodatnih zahtjeva, izuzev onih koji su već bili definisani MiFID-om. Ali je CySEC skoro odmah poslije toga izdao Cirkularna obavještenja kako bi podesio MiFID zahtjeve i olakšao kompanijama nad kojima se vrši supervizija da se snađu u regulatornom i supervizorskom okruženju u kome sada treba da posluju. Napor koji je CySEC napravio u pogledu objavljivanja smernica kroz cirkulare koji su se odnosili na primjenu MiFID-a je CySEC-u dao ulogu regulatora koji posjeduje vještinu komunikacije i koji posmatra investicione kompanije kroz korektivni pristup i kroz kazneni pristup. Ali istovremeno kada investicione kompanije nisu poštovali cirkulare koje je objavljivao CySEC, CySEC se nije ustezao od nametanja administrativnih kazni koje su imale odvraćajući i karakter.

#### **7.1.2. Ovlašćenja nadležnog organa da implementira MiFID**

U skladu sa članom 48(1) MiFID-a, Svaka država članica imenuje nadležna tijela odgovorna za sprovođenje pojedinih zadataka prema pojedinim odredbama ove Direktive. Države članice obavješćavaju Komisiju, ESMA (Evropski Nadležni organ za hartije od vrijednosti i tržišta) i nadležna tijela drugih država članica o identitetu nadležnih tijela odgovornih za sprovođenje

svakog od tih zadataka i eventualnu podjelu tih zadataka. A nadležni organ zna i upravo organ koji je odredila država i lani u skladu sa odredbama prethodnog lani.

Nadležni organ, u skladu sa MiFID-om, je regulatorno tijelo koje ima obaveze supervizije, davanja ovlaštenja za monitoring investicionih kompanija koje su licencirane u skladu sa MiFID-om. Kako bi se bilo koja kompanija sa sjedištem u Evropi kvalifikovala kao investiciona kompanija, ona obavezno mora da podnese zahtjev za licencu u matičnoj državi i lani kod nadležnih organa. Taj zahtjev prolazi kroz određeni proces a koji uključuje varijacije ključnih elemenata kako bi se odobrila i dala licenca za rad. *(Ova procedura će biti sadržaj posebnog stava u nastavku teksta.)*

Nadležni organi imaju ovlaštenja da uvedu administrativne kazne ukoliko su u postupku monitoringa nad imaćima licenci utvrdili da njihovi postupci nisu u skladu sa MiFID zahtjevima. Te kazne mogu biti novčane kazne ili suspenzija i čak ukidanje licence za rad u skladu sa MiFID-om.

### **7.1.3. Proces dobijanja licence za investicionu kompaniju od nadležnih organa u skladu sa MiFID-om**

Proces izdavanja ovlaštenja je uređen MiFID-om, nacionalnim propisima koji sadrže MiFID zahtjeve i u slučaju Kipra ciklarnim obavještenjima koje objavljuje CySEC, a koja imaju za cilj da dodatno usklade određene elementa prethodno navedenih propisa.

Preduslovi za podnošenje zahtjeva za ovlaštenje za rad kao investiciona kompanija su prilično strogi. U skladu sa Kiparskim zakonom broj 144(I)/2007, koji je uključio MiFID zahtjeve, podnosilac zahtjeva za dobijanje ovlaštenja mora da bude registrovani subjekat osnovan u Republici Kipar, sa sjedištem u Republici.

Jedan od glavnih zahtjeva je da je u svakom trenutku, a ne samo u trenutku podnošenja zahtjeva ili nakon dobijanja ovlaštenja, veliki stalno dok se nude investicione usluge, poljetni kapital u skladu sa pragom koji je definisan propisom. Prag za poljetni kapital se razlikuje zavisno od vrste licence koju investiciona kompanija traži na Kipru.

Na primjer lani 10 Zakona broj 144(I)/2007 zahtijeva da za licencu koja je potrebna za (1) prijem i prenos naloga koji se odnose na finansijske instrumente, (2) izvršavanje naloga u ime klijenata, (3) upravljanje portfoliom i investicioni savjeti, poljetni kapital iznosi najmanje 200.000€. Dok ukoliko investiciona kompanija pruža ove usluge ali ne drži novac klijenata, onda zahtjev u pogledu poljetnog kapitala iznosi najmanje 80.000€. Ukoliko investiciona kompanija želi licencu za trgovanje za sopstveni račun, usluge sprovođenja ponude odnosno prodaje finansijskih instrumenata uz obavezu otkupa (*underwriting*) i plasiranje finansijskih instrumenata sa ili bez obaveze, i upravljanje multilateralnom trgovinskom platformom (MTF), onda zahtjev u pogledu poljetnog kapitala iznose najmanje 1.000.000€.

Lica koja stvarno upravljaju investicionim kompanijama moraju da imaju neophodnu garanciju poštenja i iskustva kako bi se garantovalo prudencijalno i dobro upravljanje investicionom kompanijom. CySEC, kao nadležni organ, ima puno pravo da vrgi procjenu ovih lica tako što ocjenjuje njihove kvalifikacije i odobrava ili odbija bilo koje od predloženih lica. Pored toga, prije promjene menadžmenta CySEC treba da izda odobrenje za tu promjenu. Propisima je usvojen proces kojim se određuje kako bi se osigurao prudencijalno i ispravno upravljanje investicionom kompanijom i kroz to se zahtijeva da najmanje dvije osobe treba da ispune zahtjeve za odobrenje od strane CySEC-a. CySEC ima isti pristup u pogledu direktnih ili indirektnih akcionara i ima diskreciono pravo da odbije zahtjev investicione kompanije ukoliko smatra da njeni akcionari ili akcionar neće održavati poželjan nivo prudencijalnog treatmenta i ispravnosti aktivnosti. Isti zahtjev se odnosi i na zaposlene u investicionoj kompaniji u mjeri u kojoj treba da su sposobni, poštenj i da imaju znanja kako bi obavljali dodijeljene dužnosti.

Investiciona kompanija mora da bude članica Fonda za kompenzaciju investitora i stvarna uplata doprinosa u Fond je apsolutni zahtjev u pogledu aktivacije licence investicione kompanije na Kipru. Ovo služi kao jedna od promjena koju je MiFID htio da uvede kako bi postigao veću zaštitu investitora.

Najvažniji element je zahtjev iz samog Zakona da investiciona kompanija mora da ispunjava određene organizacione zahtjeve i to:

1. Interne politike i propise koji se se odnositi ne samo na menadžment investicione kompanije na Kipru, ali i na zaposlene i druge pojedince koji imaju određenu ulogu u kompaniji, time se osigurava da se njihovi postupci u svakom trenutku biti usklađeni sa Zakonom, direktivama, pravilima i propisima.
2. Struktura i primjena djelotvornog organizacionog i administrativnog sistema kako bi se izbjegli negativni uticaji na interese klijenata i izbjegli bilo kakvi konflikti interesa.
3. Korištenje adekvatnih sistema, mjera i procedura kako bi se osiguralo redovno sprovođenje investicionih i dodatnih usluga i aktivnosti.
4. Obezbjedivanje adekvatnih i razumnih mjera na upravljanju i izbjegavanju dodatnih operativnih rizika kada se oslanjaju na treća lica za obavljanje investicionih i povezanih usluga i aktivnosti.
5. Ostvarivanje jasne i jednostavne organizacione strukture sa definisanim i konzistentnim linijama odgovornosti.
6. Jasne i dobre administrativne i računovodstvene procedure, adekvatne interne kontrole i efikasne procedure kako bi se uradila procjena, upravljalo i vršila kontrola rizika koje investiciona kompanija na Kipru može da ima kao i djelotvorni kontrolni sistemi i procedure za upravljanje bezbjednošću softverskih sistema koje koristi za obradu podataka.

7. Vođenje evidencije pruženih usluga i izvršenih transakcija na takav način da CySEC može da vrši monitoring u svakom trenutku da li investiciona kompanija poštuje Zakon, direktive, pravila i propise.
8. Primjena procedura upoznavanja svog klijenta<sup>4</sup> ukoliko je to primjenjivo, arhiviranje i upravljanje podacima koji se odnose na te informacije, kao i primjena internih procedura izvještavanja, kako je to definisano zakonima i propisima o sprječavanju pranja novca.
9. Upravljanje vjerodostojnošću klijenta koje se odnosi na finansijske instrumente i novac.

Prethodno pomenuti pravni preduslovi uspostavljaju vrlo profesionalan i napredan sistem supervizije koji sprovodi CySEC. Kako bi sproveo ovu kontrolu CySEC je implementirao sistem izvještavanja za sve investicione kompanije na Kipru tokom cijele fiskalne godine i tako dobija relevantne informacije kako bi mogla da obavlja svoje dužnosti na djelotvorniji način.<sup>4</sup>

Proces ovlaštenja polaznika dostavljanjem zahtjeva CySEC-u koja mora da sadrži sljedeće elemente:

- 1) Osnovanu kompaniju i kompletan set osnivačkih akata.
- 2) Imena tri od četiri direktora koji će biti na raspolaganju. Većina članova odbora direktora treba da ima boravište na Kipru.
- 3) Ličnu dokumentaciju za direktore,
- 4) Imena eksternih revizora i pravnih savjetnika,
- 5) Minimalnu organizacionu strukturu,
- 6) Interni operativni priručnik,
- 7) Priručnik za sprječavanje pranja novca,
- 8) Biznis plan,
- 9) Revidirani računovodstveni iskazi za posljednje tri (3) godine, osim ako podnosilac zahtjeva nije nova kompanija,
- 10) Konsolidovani računovodstveni iskazi grupe, osim ako podnosioca zahtjeva nije član grupe,
- 11) Lična dokumentacija za akcionare koji su fizička lica, uključujući i nedvane poreske prijave i sertifikovane kopije potvrda o akademskim i profesionalnim kvalifikacijama,
- 12) Dokaz o izvoru sredstava za minimalni akcijski kapital,
- 13) Za akcionare koji su pravna lica
- 14) Potvrdu o osnivanju
- 15) Potvrdu o bonitetu
- 16) Finansijske iskaze
- 17) Potvrde o direktorima
- 18) Potvrde o akcionarima

---

<sup>4</sup> Tabela u Dodatku A prikazuje ozbiljnost namjera CySEC-a da održava konstantan priliv informacija koje bi omogućile da djelotvornije vrši superviziju i monitoring licenciranih investicionih kompanija.

- 19) Blokoiranje sredstava koja su potrebna kao minimalni akcijski kapital (na dan koji je približno danu izdavanja licence)

Nakon izdavanja licence od strane CySEC-a, investiciona kompanija treba da sprovede određene procese kako bi se licenca aktivirala, a koja treba da se aktivira u roku od 12 mjeseci od izdavanja, u protivnom licenca je iste i bez mogućnosti obnavljanja. Taj proces uključuje:

- 1) Imenovanje svog osoblja i svih direktora,
- 2) Uspostavljanje kancelarije na Kipru,
- 3) Uspostavljanje website-a,
- 4) Plaćanje polnog doprinosa u Fond za kompenzaciju investitora,
- 5) Pripremanje ugovora i uslova poslovanja koji uključuju KYC/investicione upitnike,
- 6) Povećanje akcijskog kapitala na minimalno zahtijevani nivo, zavisno od slučaja,
- 7) Plaćanje minimalnog akcijskog kapitala koji je upisan od strane akcionara podnosioca zahtjeva,
- 8) Sprovedena hronološka evidencija aktivnosti od strane internog revizora,
- 9) Pripremljene evidencije investicione kompanije,
- 10) Izmjene statuta i osnivačkog akta, kroz sudski postupak, evidentirajući da je investicionoj kompaniji data licenca,
- 11) Uspostavljanje neophodnih operativnih sistema: front office, back office, računovodstvena podrška klijentima, itd,
- 12) Slanje pisma od strane investicione kompanije CySEC-u da je licenca aktivirana.

#### **7.1.4. Koristi Kipra od implementacije MiFID-a**

U trenutku kada je implementirao MiFID, Kipar je već tada imao dobro razvijen i sofisticiran bankarski sistem koji je mogao da podrži ekonomiju i mogao dalje da se razvija u pravcu finansijskog okruženja koje je odgovaralo zahtjevima vremena. Ali je usvajanje MiFID-a u kombinaciji sa odgovarajućom implementacijom dalo je podstrek Kipru, tako da je u periodu od nekoliko godina bio jedan od najprominentnijih finansijskih centara u Evropi.

Usvajanje MiFID-a je odmah značilo da je Kipar postao regulisan u dijelu finansijskog sektora, znači postao je sigurnija i transparentnija destinacija za investitore. Dok je implementirao MiFID Kipar je zadržao ključne prednosti koje je imao kao poželjna jurisdikcija, koje su bile, a to su i dalje.

Kipar je kao članica Evropske unije imao poreski i zakonski sistem koji je u potpunosti harmonizovan sa direktivama Evropske unije i Kodeksom ponašanja EU i u potpunosti je usaglašen sa OECD zahtjevima.

Sektor usluga je bio jedan od najvećih izvora prihoda za ostrvo sa godišnjim BDP-om po glavi stanovnika od oko 27.000 USD, što predstavlja oko 40% godišnjeg BDP-a Republike. Istovremeno, a u EU okviru, Kipar je uspostavio određeni broj značajnih poreskih olakšica da bi održao i unaprijedio konkurentskog ostrva kao kredibilnog finansijskog centra. Kipar je bio

država sa izuzetno povoljnim poreskim režimom koji je osnažen sa širokom mrežom sporazuma o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja.

Kipar je uspio da izgradi reputaciju vrlo konkurentne destinacije za holding kompanije jer su dividende koje dobijaju kompanije na Kipru oslobođene poreza pod određenim okolnostima, kao i dividende koje dobijaju rezidenti koji nisu poreski obveznici.

Engleski jezik se koristio i još uvijek se koristi skoro svuda u poslovnom svijetu na ostrvu, pored činjenice da zbog svoje geografske pozicije, Kipar ima višjezični finansijski i poslovni sistem koji je u potpunosti svima dostupan. Cijela mreža usluga podržava obrazovani profesionalci u oblasti pravnog posredništva i pravnih usluga koji pružaju usluge najviših standarda. Profesionalci nisu propustili niti jednu priliku da se prilagode okruženju koje se stalno mijenja, kako su to naveli investitori iz Rusije, Saudijske Arabije, Kine, i uspjeli su da ponude svoje usluge, podršku i pomoć svojim klijentima na svim tim jezicima. Time je uklonjena jedna od najznačajnijih barijera investitora, a to je komunikacija.

U bankarski sistem su utkani inteligentni sistemi i procedure koje su pružale ogromne mogućnosti i strogu povjerljivost sa najsavremenijim online tehnologijama u upotrebi, što je predstavljalo još jedan faktor koji je doveo do toga da Kipar bude idealno mjesto za pojednostavljivanje transakcija, transfera i poslovnih transakcija. Kompanije ili pojedinci su mogli da otvore bankovne račune u bilo kojoj od vodećih valuta. Svaka pravno lice sa Kipra koje ima svoje aktivnosti van Kipra, kao i krajnji vlasnici istih, nisu potpadali i još uvijek ne potpadaju pod propise o kontroli razmjene valuta.

Bezbedna telekomunikaciona mreža ostrva, kao i telekomunikacioni provajderi, su dodatno olakšali pružaočima usluga da uspostave najsavremenije tehnologije kako bi uspješno izlazili globalnim potrebama poslovnog okruženja koje se brzo mijenjaju.

Prije uvođenja MiFID-a bilo je samo 45 registrovanih investicionih kompanija, dok se nakon odobrenja MiFID-a, kroz Zakon, taj broj utrostručio, što je rezultiralo time da je CySEC do danas izdao 149 ovlaštenja za investicione kompanije. Ove investicione kompanije su zatim sprovele aktivnosti u sektoru investicionih usluga kroz investiranje kapitala, zapošljavanje kvalifikovanog osoblja, zakup ili kupovinu nekretnosti, deponovanje sredstava u kreditnim institucijama na Kipru, eksternalizovanjem usluga na lokalne pružaoce usluga. Pored toga je 121 investiciona kompanija zatražila i dobila ovlaštenje od Centralne banke Kipra.

Na osnovu podataka CySEC-a, doprinos 20 najvećih investicionih kompanija na Kipru kada su u pitanju prihodi države je oko 40 miliona eura u porezima od 2008, dok su transakcije trgovanja u 2011. bile oko 2,1 milijardu eura.

U Dodatku B ovog Izveštaja je dat set tabela sa informacijama iz godišnjih statističkih podataka Centralne banke Kipra po uslugama, čime je dat pregled priliva i odliva novca u monetarne finansijske institucije Republike po raznim poslovnim sektorima. Izdvojene su usluge na koje je najviše uticala činjenica da je Kipar postao sveobuhvatan centar finansijskih usluga, što je

dovelo do povećanja ne samo kod finansijskih usluga, već i kod pravnih, korporativnih i računalnovodstvenih usluga, koje su razvijene da bi se izašlo u susret poslovnim prilikama koje su nastale iz rasta industrije.

U dodatku C ovog Izvještaja je dat izvod Sektora za statističke usluge Kipra, a koji se odnosi na građevinsku industriju u Kipru. Očigledno je da je građevinski sektor od 1995. do danas stalno rastao umjerenom stopom, ali se u periodu između 2006. i 2008. taj rast skoro udvostručio, mjeren milionima potrošenim na nerezidencijalne objekte. To je bilo zbog potražnje za novim kancelarijskim prostorom koji je izveden i rezultat je istog ekstenzivnog rasta koji se odvijao u finansijskom sektoru, kao od usluga koje su se razvijale oko njega.

Na osnovu statistike poslovnih usluga za 2010, koju je objavila Statistička služba Kipra u novembru 2012, u dodatku D, u 2010. godini je došlo do značajnog rasta u indeksu zaposlenosti u ekonomskim aktivnostima koje se odnose na profesionalne usluge, u odnosu na druge sektore ekonomskih aktivnosti. Sigurno je sektor finansijskih usluga doprinio razvoju svih usluga koje podržavaju taj sektor što je dovelo do porasta ovog indeksa.

Pored rasta sektora finansijskih usluga, došlo je do posljedičnog uticaja na druge ekonomske aktivnosti na Kipru. Na primjer, bilo je potrebno da se upravlja stranim investicijama koje su dospjele na ostrvo tokom godina razvoja. To je rezultiralo razvojem usluga koje se su nudile za upravljanje pojedincima sa velikim neto bogatstvom. Taj razvoj događaja u kombinaciji sa povećanim prihodima od industrije dovelo je ubrzanja makro planiranja države. Kao rezultat obavljali su se veliki javni radovi koji se odnose na infrastrukturu, kao što je nova marina u Limasolu i dodatni objekti u sklopu velikih infrastrukturnih projekata, kako bi se odgovorilo na potrebe novog talasa investitora. Ovi javni radovi su bili podrška i drugim sektorima ekonomije, kao što je turizam koji predstavlja drugo plućno krilo ekonomije Kipra.

## **7.2. Uporedne jurisdikcije**

Uporedne jurisdikcije koje su uvojile MiFID i jurisdikcije koje i pored toga što nisu usklađene sa MiFID-om zahtijevaju od investicionih kompanija ovlaštenje za rad u njihovim regulatornim režimima za finansijske usluge.

Izabrali smo sljedeće jurisdikcije za upoređivanje: Kipar, Malta i UK iz EU i MiFID perspektive i Australiju i Belize kao najčešće pominjane jurisdikcije izvan okvira MiFID-a u kojima investitori dobijaju licencu

|                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>KIPAR</b>                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Nadležni organ</b>              | <b>Kiparska Komisija za hartije od vrijednosti i berze</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Link za regulatorno tijelo</b>  | <a href="http://www.cysec.gov.cy">www.cysec.gov.cy</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Vrsta usluga koja se nudi</b>   | Brokerske usluge, upravljanje aktivom, trgovanje za spostveni račun, investiciono savjetovanje, investiciono istraživanje, dodatne usluge                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Zahtjevi u pogledu kapitala</b> | A. Broker (CFDs, binarne opcije i drugi finansijski instrumenti) - EUR 200.000 ukoliko se drže klijentska sredstva, EUR 80.000 ukoliko se ne drže klijentska sredstva<br>B. Market Maker (za foreks i binarne opcije) - EUR 1mil<br>C. Portfolio menadžment - EUR 200.000<br>D. Dilerske aktivnosti za spostveni račun i u ime klijenta (kao broker) u vezi sa drugim finansijskim instrumentima (koji su kotirani na berzama) - EUR 1mil |
| <b>Trajanje procesa zahtjeva</b>   | 4-6 mjeseci                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Dodatne informacije</b>         | Lokalno/fizičko prisustvo; binarne opcije se dodjeljuju u sklopu finansijskih instrumenata                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>UJEDINJENO KRALJEVSTVO</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Nadležni organ</b>              | <b>Nadležni organ za finansijsko postupanje</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Link za regulatorno tijelo</b>  | <a href="http://www.fca.org.uk/">http://www.fca.org.uk/</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Vrsta usluga koja se nudi</b>   | Brokerske usluge, upravljanje aktivom, trgovanje za spostveni račun, investiciono savjetovanje, investiciono istraživanje, dodatne usluge                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Zahtjevi u pogledu kapitala</b> | 1. BIPRU 50.000 za investicione kompanije - EUR 50,000<br>2. BIPRU 125.000 za investicione kompanije - EUR 125,000<br>3. BIPRU 730.000 za investicione kompanije - EUR 730,000                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Trajanje procesa zahtjeva</b>   | 1 godina                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

|                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Dodatne informacije</b>         | Dugotrajan proces licenciranja i visoki operativni troškovi za investitora                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>MALTA</b>                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Nadležni organ</b>              | <b>Nadležni organ za finansijske usluge Malte</b>                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Link za regulatorno tijelo</b>  | <a href="http://www.mfsa.com.mt/">www.mfsa.com.mt/</a>                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Vrsta usluga koja se nudi</b>   | Brokerske usluge, upravljanje aktivom, trgovanje za spostveni račun, investiciono savjetovanje, investiciono istraživanje, dodatne usluge                                                                                                                                                                                   |
| <b>Zahtjevi u pogledu kapitala</b> | 1. Kategorija 1A - EUR50,000<br>2. Kategorija 1B s PII EUR20,000<br>3. Kategorija 1B bez PII EUR50,000<br>4. Kategorija 2 EUR125,000<br>5. Kategorija 3 EUR730,000<br>6. Kategorija 4 EUR125,000                                                                                                                            |
| <b>Trajanje procesa zahtjeva</b>   | 9 mjeseci - 1 godina                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Dodatne informacije</b>         | Lokalno/fizičko prisustvo; binarne opcije se dodjeljuju u sklopu finansijskih instrumenata                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>AUSTRALIJA</b>                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Nadležni organ</b>              | <b>ASIC – Australijska Komisija za hartije od vrijednosti i investicije</b>                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Link za regulatorno tijelo</b>  | <a href="http://www.asic.gov.au/">www.asic.gov.au/</a>                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Vrsta usluga koja se nudi</b>   | * Pružanje savjeta o finansijskim proizvodima klijentima;<br>* Dilerske aktivnosti sa finansijskim proizvodima;<br>* Stvaranje tržišta za finansijske proizvode;<br>* Poslovanje sa registrovanim gemama;<br>* Pružanje kustodijalnih ili depozitarnih usluga;<br>* Pružanje tradicionalnih usluga povjereničkih kompanija; |

|                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Zahtjevi u pogledu kapitala</b> | <p>od 1. februara 2014. ñ NTA u svakom trenutku mora da bude najmanje:<br/>                     (A) \$1.000.000; ili<br/>                     (B) 10% prosjeãnog prihoda; i</p> <p>pored toga, vlasnik licence u svakom trenutku mora da ima (u skladu sa NT zahtjevima):</p> <p>(i) gotovine i gotovinskih ekvivalenata u iznosu koji je najmanje 50% zahtijevanog NTA; i<br/>                     (ii) likvidne aktive u iznosu koja je najmanje 50% zahtijevanog NTA.<br/>                     NTA = usklađena aktiva umanjena za usklađene obaveze</p> |
| <b>Trajanje procesa zahtjeva</b>   | 1 godina                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Dodatne informacije</b>         | <p>* direktori/akcionari: Kompanija mora da ima najmanje jednog direktora koji je rezident Australije;<br/>                     * Zahtjeva se fiziãka kancelarija sa poslovnim aktivnostima u Australiji;<br/>                     * Poreska stopa: 30%</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>BELIZE</b>                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Nadležni organ</b>              | <b>Komisija za međunarodne finansijske usluge (IFSC)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Link za regulatorno tijelo</b>  | <a href="http://www.ifsc.gov.bz/">www.ifsc.gov.bz/</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Vrsta usluga koja se nudi</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Usluge prenosa novca</li> <li>• Usluge obrade plaćanja</li> <li>• Trgovanje stranom valutom</li> <li>• Trgovanje finansijskim i robnim derivativnim instrumentima i drugim hartijama od vrijednosti (npr. fjučersima, opcijama, kamatnim stopama, deviznim instrumentima, akcijama, udjelima, CFD, itd)</li> <li>• Brokerske, konsultantske ili savjetodavne usluge za bilo koju od pomenutih usluga.</li> </ul>                                                                                                  |
| <b>Zahtjevi u pogledu kapitala</b> | <p>* Brokerske usluge ñ USD 25.000<br/>                     * Trgovanje valutama ñ USD 100.000</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Trajanje procesa zahtjeva</b>   | Dugotrajan proces od do 1 godine prije dobijanja licence                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

|                            |                                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Dodatne informacije</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>* Direktori/akcionari: Kompanija mora da ima najmanje 1 direktora i 1 akcionara, a nema zahtjeva o tome da su rezidentiu na Belizeu</li> <li>* Poreska stopa: 0% za meLunarodne biznis kompanije (IBC)</li> </ul> |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## **8. Predlog za donošenje nove Direktive za tržišta finansijskih instrumenata (MiFID II)**

U oktobru 2011. godine Evropska komisija je utvrdila Predlog za donošenje nove Direktive za tržišta finansijskih instrumenata (MIFID II) (Proposal of the DIRECTIVE of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council), kojom se predlaže stavljanje van snage ranije direktive iz 2004. godine.

Donošenje nove direktive se predlaže radi regulisanja novih odnosa koji su se pojavili kao posljedica finansijske krize, kao i radi usklađivanja sa radom novog Evropskog tijela za hartije od vrijednosti i tržišta (European Securities and Market Authority (ESMA)).

Najvažnija pitanja koja će uređivati nova direktiva su:

- opšte odredbe o polju primjene;
- proširenje pravila koja se odnose na investicione proizvode i usluge;
- revizija izuzetaka na koje se direktiva ne odnosi;
- unapređenje okvira strukture tržišta;
- unapređenje korporativnog upravljanja;
- jačanje organizacionih zahtjeva za olakšavanje efikasnosti funkcionisanja i integriteta tržišta;
- utvrđivanje okvira zaštite investitora;
- nova pravila tržišne konkurencije;
- režimi prema trećim zemljama;
- unapređenje i efikasnost konsolidacije podataka,
- jačanje ovlaštenja nadležnih institucija;
- uvođenje efikasnijih sankcija.

Predlog nove direktive je u završnoj proceduri usvajanja u Evropskom parlamentu (26.10.2012. godine obavljeno je prvo glasanje o Predlogu direktive kojim je ova direktiva usvojena većinom glasova).

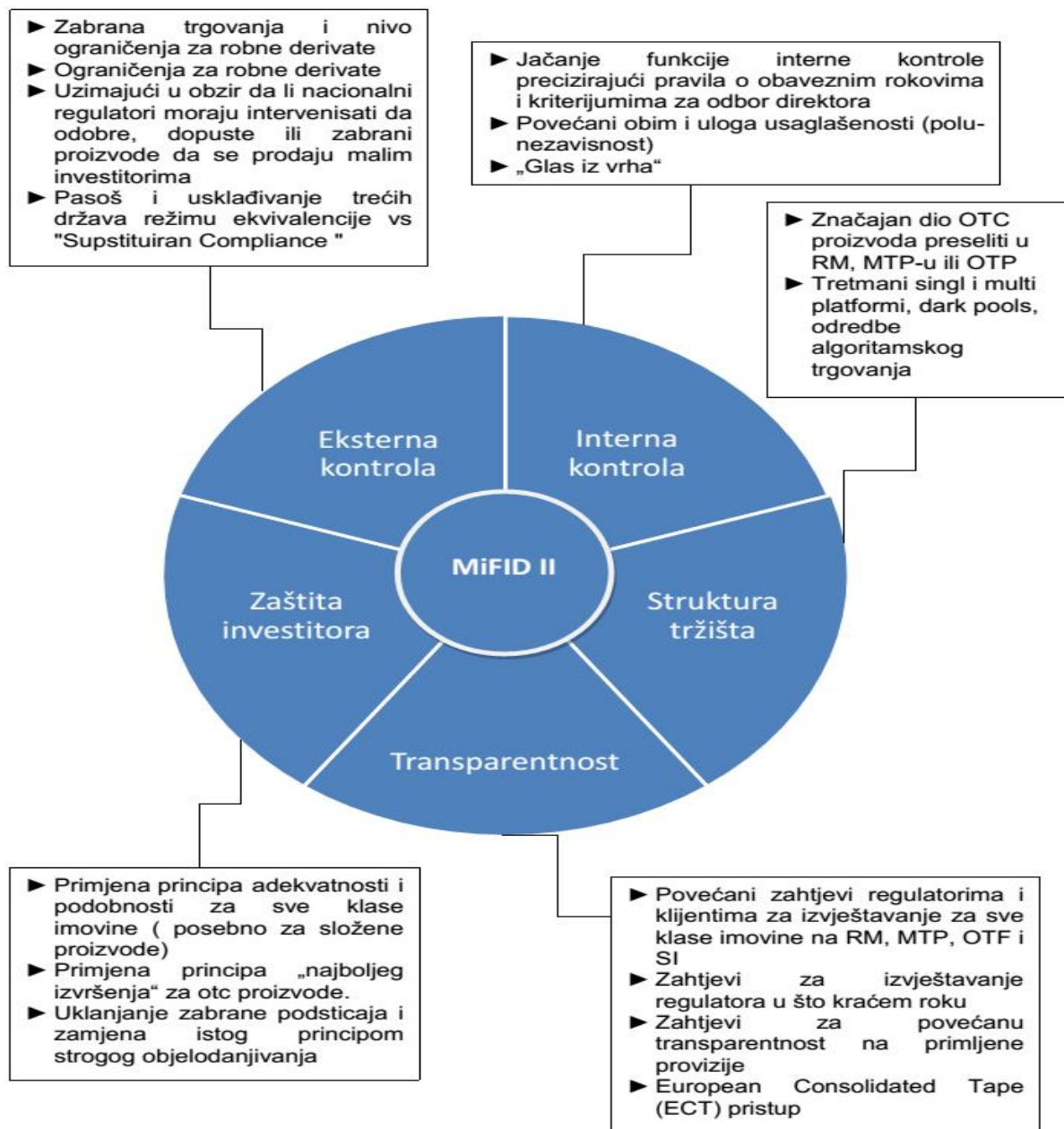
U nastavku dajemo analizu koju je uradila Ernst & Young organizacija pod nazivom "Global Regulatory Reform. The world of financial instruments just got more complex. Time to take note. Capital markets reform: MiFID II".

### **8.1. "Global Regulatory Reform. The world of financial instruments just got more complex. Time to take note. Capital markets reform: MiFID II"**

Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata (MiFID II) predstavlja jedan od centralnih djelova nadolazeće reforme finansijskih tržišta. Od objavljivanja prvog nacrtu u oktobru 2011. godine više od 2.000 izmjena je urađeno. MiFID II je dramatično promijeniti gotovo cijelo tržište koje mi danas poznajemo, s dalekosežnim efektima na sve koji se bave obradom finansijskih instrumenata. Konkretno, MiFID II ne samo da je u potpunosti promijeniti način na koji se gotovo za sve OTC proizvode određuje cijena, trguje i izvještava, već je donijeti velike promjene na tržištu kapitala. To je dovesti do mnoštva implikacija za investicione banke, komercijalne banke, upravljanje imovinom, poslovne banke, osiguravajuća društva, tržište infrastrukturnih usluga i nefinansijska preduzeća.

MiFID II mora biti usaglašen s nizom drugih propisa o kojim se raspravljalo i koji su usvojeni na globalnom, evropskom, lokalnom i domaćem nivou. Većina učesnika na tržištu je trenutno fokusirano na izmjene svoje regulatorne agende. Samo nekoliko organizacija je upoznato i uključeno u program za regulatorne reforme, kao što su Dodd Frank, Basel III / (CRD) IV, Emir, MAD II i MiFID II. Zahtjevi iz lokalnih regulatora dodatno doprinose složenosti. Preduzeće ima je potreban dirigent kako bi napravili analizu efikasnosti, planiranja, razvoj i sprovođenje svih propisa koji su relevantni za njihovu organizaciju, kako bi ispunili zadane rokove i kako bi se smanjili troškovi sprovođenja.

MiFID II ima za cilj da riješi nedostatke izvorne MiFID direktive. Dijagram u nastavku naglašava ključne ciljeve i temeljne mjere MiFID-a II.



MiFID II će zahtijevati značajne promjene u poslovanju i poslovnim modelima, sistemima, podacima, ljudima i procesima. Kao rezultat toga, neophodna je temeljna transformacija. Najveći uticaj će osjetiti banke, brokeri, dileri i mjesta trgovanja. Osim toga, investicijski menadžeri, osiguravajuća društva, nezavisni finansijski savjetnici (IFAs), kastodi banke i ostali oblici upravljanja imovinom će morati da ulažu velike napore.

MiFID II preuzima formu regulacije, MiFIR. Evropska komisija usvojila je MiFIR kako bi se osigurala "maksimalna harmonizacija". ESMA će imati centralnu ulogu u koordinisanju i pojačavanju pojedinih odredbi MiFID-a II.

U nastavku su navedene neke od odredbi MiFID-a II koji su posebno u centru pažnje a to su struktura tržišta, zaštita investitora, transparentnost, interna i eksterna kontrola.

**Struktura tržišta** obuhvata pitanja koja se odnose na mehanizme trgovanja, mjesta za trgovanje i proizvode kojim se trguje. Dugo se vodila rasprava o tome kako bi pravila o strukturi tržišta mogla biti izmijenjena. Opcije uključuju novu kategoriju mjesta trgovanja zvana organizovana platforma za trgovanje (OTP) pored uređenog tržišta, multilateralne trgovinske platforme (MTP) i u izmijenjenom obimu sistemski internalizator (SI). OTP je svaki sistem ili platforma, koji nije uređeno tržište ili MTP, a kojim upravlja investiciono društvo ili operater tržišta, na kojem postoji veliki broj nezavisnih kupaca i prodavaca finansijskih instrumenata, i koji komuniciraju na način koji je definisan u ugovoru.

Sistemski internalizatori su dodatno precizirani, zahtijevaju i vrste propise, uz obavezu da isti objave i razmijene sa drugim investitorima. Ova odredba je veoma slična obavezama market mejkera za razmjenu podataka o trgovini akcijama. Međutim, SI nije dozvoljeno da povuče propis i uspostavi poslovnu politiku zaštite, time doprinose boljem sagledavanju kreditnog rizika i rizika saldiranja, a time i velike kontrole ulesnika u trgovini.

MiFID II implementira **položaj granice i ograničenja za trgovanje** na ugovorima robnih derivata tako da im članovi ili ulesnici tržišta mogu pristupiti tokom određenog vremenskog intervala. Ove granice i ograničenja, koje usmjeravaju vidik spekulacije, utvrdit će ESMA, u tekstu koji usvoji Evropski parlament, a koji se primjenjuje na pojedinačnoj osnovi.

Trenutno rješenje je da se granice ne mogu postaviti na različitim tržištima (tj. uređenim tržištima, MTP i OTP), od čega imaju koristi ona preduzeća koja imaju pristup različitim mjestima trgovanja. To će takođe biti od koristi manjim tržištima jer kvalitet izvršenje neće biti odlučujući faktor, nego jednostavno pristup više nezavisnih mjesta trgovanja. S obzirom na ekonomske posljedice ograničenja, preduzeća moraju napraviti model scenarija, procjenu uticaja i, kada je to potrebno, da preispitaju svoje strategije prije nego što se ova ograničenja trgovanja počnu sprovoditi.

Definisano je uvođenje strožijeg režima povećanog izvještavanja koji se odnosi na **high frequency trading – visoko frekventno trgovanje i algoritamsko trgovanje**. Fokus je na području poslovne održivosti i kontinuiranom osiguranju likvidnosti. Planirano je da više neće biti dopušten direktan pristup tržištu bez neposrednog brokera. Iako i ostatak vremena od pola sekunde može da se primijeni na sve naloge koji se isporučuju na tržište preko HFT mehanizama. Preduzeća koja se bave HFT će morati da razmotre implikacije i svoje poslovne mogućnosti.

MiFID II proširuje sprovođenje pravila poslovanja setom novih pravila koja se odnose na nove klase imovine, te ograničava režim izvršenje - samo na režim "ne-kompleksnih" proizvoda, u okviru postojeće kategorizacije klijenata. Time se pruža mogućnost nekim institucijama kao što je lokalna vlast da se odluče za klasifikaciju malog investitora, ukoliko veliki nijesu klasifikovani kao takvi. Dugo je zabrana podsticanja bila predmet rasprava i došlo se do zaključka da najvjerovatnije neće biti obavezujuća za sprovođenje za svih 28 država članica EU.

Nacionalnim regulatorima se ostavlja mogućnost da sami odrede i definišu pristup podsticanju na način koji smatraju primjerenim, a neke zemlje poput Holandije, Danske i Velike Britanije planiraju uvođenje režima zabrane podsticanja. U svakom slučaju, strožiji zahtjevi objelodanjivanja su dobili podršku. Na kraju, podrška investitora, posebno komercijalnih investitora, je ojačana.

Prilikom pružanja investicionih savjeta, investiciono društvo mora detaljno da razmotri kako da pomogne i savjetuje klijenta da postigne ispunjenje ciljeva, i da precizira da li je savjetovanje izvršeno na osnovu ograničenog spektra finansijskih proizvoda, ili na neki drugi način.

MIFID II uspostavlja znatno ojačani režim **korporativnog upravljanja**, koji obuhvata pravila o vremenskim obavezama i „Fit and proper” kriterijume za odbor direktora. Takođe jača ulogu ovlaštenih lica.

Kao i sa svim propisima i direktivama EU, pitanje **pristupa trećih zemalja** je jedan od spornih područja. Revidirani MiFID II predlaže uvođenje usklađivanja režima trećih zemalja ekvivalentnom režimu investicionih društava i tržišnih operatera u EU. Regulatori iz trećih zemalja će morati proći nekoliko testova uzajamnog priznavanja i zaključiti sporazume o saradnji s EU i regulatorima s Evropskog ekonomskog prostora (EEA). Društva koja žele da pružaju usluge građanima moraju podnijeti zahtjev za osnivanje filijale, i odobrenje nacionalnog regulatora u kojem se filijala nalazi. Za društva koja žele da pružaju investicione usluge samo profesionalnim i kvalifikovanim investitorima, nije potrebno osnivanje filijale u državama članicama EU. Ostaje da se vidi u kojoj mjeri će navedene odredbe biti uključene u konačni tekst.

Postavljaju se važna pitanja o tome kako bi mogao biti uspostavljen i održavan bilateralni sporazum između svake od država članica EU i svake od ostalih 110-ak članica Međunarodne organizacije Komisija za hartije od vrijednosti (IOSCO). Praksa je osporila testove reciprociteta i ekvivalentnosti, sa razloga što bi supervizori trebali da pregledaju stotine zemalja kako bi procijenili da li je regulatorni režim ekvivalentan evropskom, što zahtijeva dugotrajan i neefikasan proces.

Trenutna revizija MIFID-a II se odnosi na one izuzetke kada su prekoračene određene veličine trgovanja odnosno kada su u pitanju **blok poslovi**. Zbog složenosti istog Evropska komisija je dala rok od 2 godine nakon implementacije da se prilagode zahtjevima izvještavanja.

\* \*

\*

Uzimajući u obzir činjenicu da direktiva MIFID II još uvijek nije usvojena, a poštujući i preuzete obaveze iz pristupnog procesa EU mišljenja smo da **odredbe direktive MIFID II ne treba transponovati u okviru Predloga zakona o tržištu kapitala**, već to treba uraditi naknadno. Zakon o tržištu kapitala je važno usvojiti u planiranom roku i zbog drugih oblasti koje on usaglašava sa EU direktivama: Prospekt, Transparentnost, Zabrana manipulacija na tržištu, Garantni fond za zaštitu investitora itd.

Takođe, predviđala se duži period implementacije direktive MIFID II, u okviru kojeg bi od strane ESMA-e biti kreirane smjernice implementacije i uputstva o primjeni najboljih poslovnih praksi. Ovaj period bi Komisija iskoristila i da u okviru IPA II projekta dobije neophodnu ekspertsku pomoć za implementaciju ove direktive.

Napominjemo da Evropska Komisija nije postavila zahtjev za implementaciju direktive MIFID II u crnogorsko zakonodavstvo.

## **PRILOG A**

### **Reporting Obligations to Regulator (Calendar): Timetable**

The following refer to the Investment Services and Activities and Regulated Markets Law of 2007, Law 144(I) 2007, as amended (hereinafter the Law), unless otherwise stated.

| Description                                              | January | February | March | April | May   | June  | July  | August | September | October | November | December |
|----------------------------------------------------------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|---------|----------|----------|
| Shareholders Possessing Qualifying Holdings              | 31/01   |          |       |       |       |       |       |        |           |         |          |          |
| Financial Accounts                                       |         |          |       | 30/04 |       |       |       |        |           |         |          |          |
| Suitability Report                                       |         |          |       | 30/04 |       |       |       |        |           |         |          |          |
| Capital Adequacy Report                                  | 31/01   | 28/02    | 31/03 | 30/04 | 31/05 | 30/06 | 31/07 | 31/08  | 30/09     | 31/10   | 30/11    | 31/12    |
| Large Exposures Report                                   | 31/01   | 28/02    | 31/03 | 30/04 | 31/05 | 30/06 | 31/07 | 31/08  | 30/09     | 31/10   | 30/11    | 31/12    |
| Capital Adequacy and Large Exposures on Audited Accounts |         |          |       |       | 31/05 |       |       |        |           |         |          |          |
| Money Laundering Report and relevant BoD Minutes *       |         |          | 31/03 |       |       |       |       |        |           |         |          |          |

| Description                                                | January | February | March | April | May           | June  | July  | August | September | October | November | December |
|------------------------------------------------------------|---------|----------|-------|-------|---------------|-------|-------|--------|-----------|---------|----------|----------|
| Monthly Prevention Statement                               | 15/01   | 15/02    | 15/03 | 15/04 | 15/05         | 15/06 | 15/07 | 15/08  | 15/09     | 15/10   | 15/11    | 15/12    |
| Annual Fees Payment                                        |         |          |       | 30/04 |               |       |       |        |           |         |          |          |
| Investor's Compensation Fund: Ordinary Annual Contribution |         |          |       |       | 16/05 - 31/05 |       |       |        |           |         |          |          |
| Statement of Eligible Funds                                |         |          | 31/03 |       |               |       |       |        |           |         |          |          |
| Audited Statement of Eligible Funds                        |         |          |       |       |               | 30/06 |       |        |           |         |          |          |
| Table of Tied Agents                                       | 31/01   |          |       |       |               |       |       |        |           |         |          |          |
| External Auditor's Report for Disclosure of Information    |         |          |       |       | 31/05         |       |       |        |           |         |          |          |
| Compliance Function Report and relevant BoD Minutes *      |         |          |       | 30/04 |               |       |       |        |           |         |          |          |
| Risk Management Report and relevant BoD Minutes *          |         |          |       | 30/04 |               |       |       |        |           |         |          |          |

| Description                                      | January | February | March | April | May | June | July | August | September | October | November | December |
|--------------------------------------------------|---------|----------|-------|-------|-----|------|------|--------|-----------|---------|----------|----------|
| Internal Audit Report and relevant BoD Minutes * |         |          |       | 30/04 |     |      |      |        |           |         |          |          |

*\* Submission should take place within twenty (20) days from the date of the relevant Board of Directors meeting and not later than the relevant deadline mentioned above.*

# **PRILOG B**

## **International Trade in Services (Provisional)**

**€ million**

|                                                                    | 2008        |            |             | 2009        |            |             | 2010        |            |             | 2011        |            |             |
|--------------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|
|                                                                    | Credit      | Debit      | Net         | Credit      | Debit      | Net         | Credit      | Debit      | Net         | Credit      | Debit      | Net         |
| <b>Financial services</b>                                          | <b>827</b>  | <b>139</b> | <b>687</b>  | <b>807</b>  | <b>93</b>  | <b>714</b>  | <b>820</b>  | <b>168</b> | <b>653</b>  | <b>658</b>  | <b>111</b> | <b>547</b>  |
| <b>Computer and information services</b>                           | <b>145</b>  | <b>22</b>  | <b>122</b>  | <b>145</b>  | <b>18</b>  | <b>50</b>   | <b>63</b>   | <b>30</b>  | <b>34</b>   | <b>48</b>   | <b>24</b>  | <b>24</b>   |
| Computer services                                                  | 138         | 17         | 121         | 59          | 16         | 43          | 49          | 17         | 32          | 41          | 20         | 21          |
| Information services                                               | 6           | 5          | 2           | 9           | 2          | 7           | 14          | 12         | 2           | 8           | 4          | 4           |
| <i>News agency services</i>                                        | 6           | 5          | 1           | 9           | 2          | 7           | 14          | 12         | 1           | 7           | 4          | 3           |
| <i>Other information provision services</i>                        | 1           | 0          | 1           | 1           | 0          | 1           | 1           | 0          | 1           | 1           | 1          | 0           |
| <b>Royalties and license fees</b>                                  | <b>8</b>    | <b>34</b>  | <b>-26</b>  | <b>9</b>    | <b>43</b>  | <b>-34</b>  | <b>6</b>    | <b>23</b>  | <b>-17</b>  | <b>2</b>    | <b>25</b>  | <b>-23</b>  |
| Franchises and similar rights                                      | 4           | 9          | -5          | 0           | 16         | -16         | 0           | 0          | 0           | C           | S          | -1          |
| Other royalties and license fees                                   | 4           | 25         | -21         | 9           | 27         | -18         | 6           | 23         | -17         | S           | S          | -22         |
| <b>Other business services</b>                                     | <b>1358</b> | <b>247</b> | <b>1111</b> | <b>1423</b> | <b>226</b> | <b>1197</b> | <b>1808</b> | <b>168</b> | <b>1640</b> | <b>1921</b> | <b>218</b> | <b>1703</b> |
| Merchanting and other trade-related services                       | 331         | 6          | 325         | 485         | 6          | 479         | 576         | 7          | 569         | 577         | 8          | 569         |
| <i>Merchanting</i>                                                 | 313         | 0          | 313         | 482         | 0          | 482         | 575         | 0          | 575         | 574         | 0          | 574         |
| <i>Other trade related services</i>                                | 18          | 6          | 12          | 3           | 6          | -3          | 2           | 7          | -6          | 3           | 8          | -5          |
| Operational leasing services                                       | 19          | 35         | -16         | 21          | 33         | -12         | 8           | 27         | -19         | 7           | 30         | -23         |
| Miscellaneous business, professional and technical services        | 1009        | 206        | 802         | 917         | 187        | 730         | 1223        | 133        | 1090        | 1337        | 180        | 1157        |
| <i>Legal, accounting, management and public relations services</i> | <b>924</b>  | <b>121</b> | <b>804</b>  | <b>851</b>  | <b>118</b> | <b>733</b>  | <b>1175</b> | <b>64</b>  | <b>1111</b> | <b>1249</b> | <b>128</b> | <b>1121</b> |
| Legal services                                                     | 332         | 19         | 313         | 276         | 8          | 268         | 339         | 8          | 331         | 409         | 29         | 380         |
| Accounting, auditing, book-keeping and tax consulting services     | 330         | 35         | 296         | 296         | 20         | 276         | 474         | 8          | 466         | 474         | 23         | 451         |
| Business and management consultancy, public relations services     | 262         | 67         | 195         | 279         | 90         | 189         | 362         | 48         | 314         | 366         | 76         | 290         |
| <i>Advertising, market research and public</i>                     | 39          | 50         | -11         | 24          | 53         | -29         | 24          | 61         | -37         | 69          | 4946       | 20          |

|                                          |    |   |    |    |    |   |    |   |   |   |   |   |  |  |
|------------------------------------------|----|---|----|----|----|---|----|---|---|---|---|---|--|--|
| <i>opinion polling</i>                   |    |   |    |    |    |   |    |   |   |   |   |   |  |  |
| <i>Research and development services</i> | 23 | 7 | 16 | 17 | 10 | 7 | 11 | 5 | 6 | 7 | 1 | 6 |  |  |

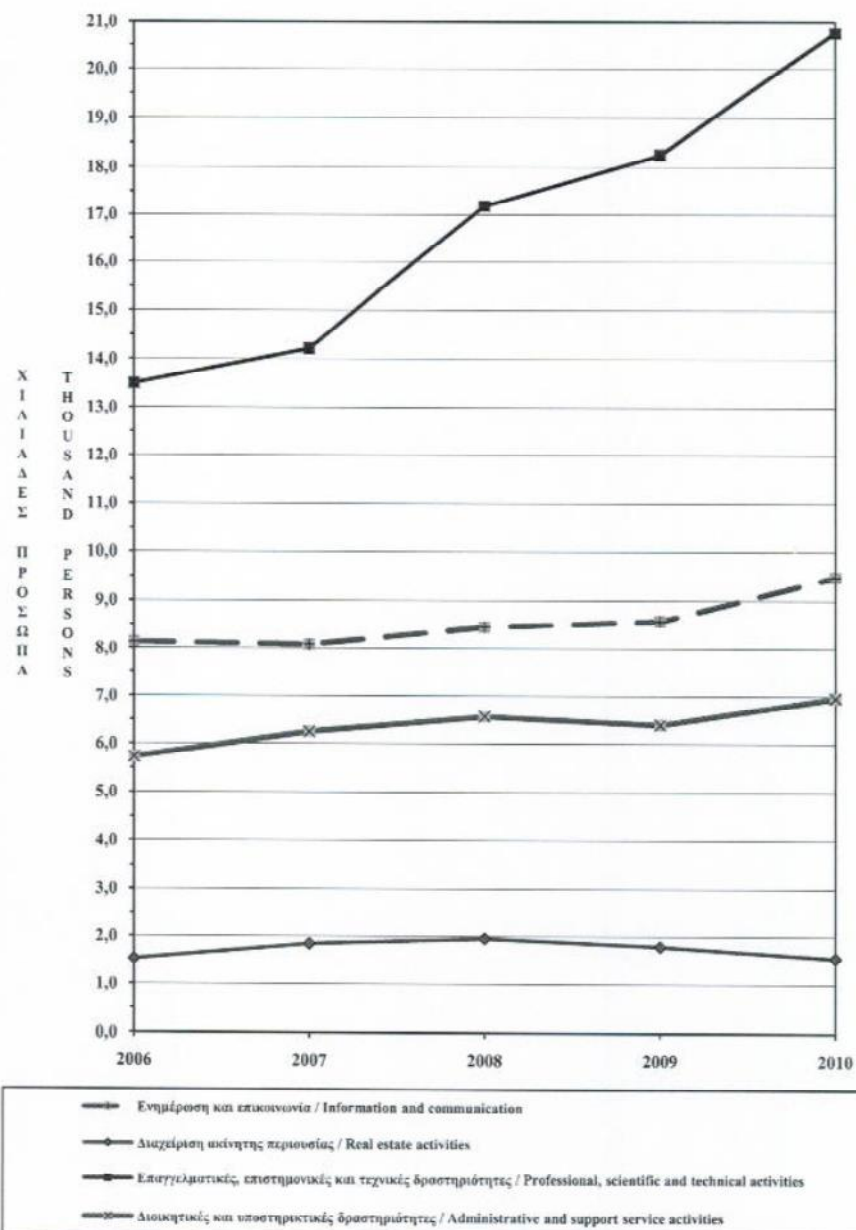
## **PRILOG C**

### **CONSTRUCTION**

(Extracted From Cyprus Statistical Services Survey)

|                               | <a href="#">1995</a> | <a href="#">1996</a> | <a href="#">1997</a> | <a href="#">1998</a> | <a href="#">1999</a> | <a href="#">2000</a> | <a href="#">2001</a> | <a href="#">2002</a> | <a href="#">2003</a> | <a href="#">2004</a> | <a href="#">2005</a> | <a href="#">2006</a> | <a href="#">2007</a> | <a href="#">2008</a> |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>New construction (€mn)</b> | <b>951.3</b>         | <b>998.7</b>         | <b>993.0</b>         | <b>1,022.8</b>       | <b>1,054.4</b>       | <b>1,053.4</b>       | <b>1,136.2</b>       | <b>1,253.6</b>       | <b>1,422.0</b>       | <b>1,640.9</b>       | <b>1,870.5</b>       | <b>2,121.2</b>       | <b>2,545.6</b>       | <b>2,840.3</b>       |
| Residential buildings         | 503.0                | 564.7                | 534.3                | 503.9                | 525.7                | 534.3                | 554.8                | 620.9                | 750.9                | 931.7                | 1,123.1              | 1,252.1              | 1,414.9              | 1,573.9              |
| Non-residential buildings     | 201.4                | 233.4                | 235.4                | 261.1                | 275.8                | 268.1                | 304.1                | 333.8                | 344.5                | 373.2                | 375.4                | 452.1                | 646.5                | 718.7                |
| Civil engineering projects    | 246.9                | 200.6                | 223.3                | 257.8                | 252.9                | 251.0                | 277.3                | 298.9                | 326.6                | 336.0                | 372.0                | 417.0                | 484.2                | 547.7                |

ΔΙΑΓΡ. 6. ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ, 2006-2010  
 FIG. 6. EMPLOYMENT BY ECONOMIC ACTIVITY, 2006-2010



## **PRILOG E**

### **USEFUL LINKS**

#### **A. Regulation Links:**

**Malta: Malta Financial Services Authority**

<http://www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=236>

<http://www.mfsa.com.mt/pages/viewcontent.aspx?id=227>

**Cyprus: Cyprus Securities and Exchange Commission**

[http://www.cysec.gov.cy/Downloads/LawsRegulations/L%20144%28I%29-2007\\_EN.pdf](http://www.cysec.gov.cy/Downloads/LawsRegulations/L%20144%28I%29-2007_EN.pdf)

[http://www.cysec.gov.cy/directives\\_en.aspx](http://www.cysec.gov.cy/directives_en.aspx) (Directives issued to Investment Firms)

[http://www.cysec.gov.cy/circulars\\_en.aspx](http://www.cysec.gov.cy/circulars_en.aspx) (Circulars issued to Investment Firms)

[http://www.cysec.gov.cy/guidelines\\_investment\\_firms\\_en.aspx](http://www.cysec.gov.cy/guidelines_investment_firms_en.aspx) (Guidelines issued to Investment Firms)

**United Kingdom: Bank of England, Financial Conduct Authority**

<http://www.bankofengland.co.uk/pr/Pages/authorisations/default.aspx>

<http://fshandbook.info/FS/html/FCA>

<http://www.bankofengland.co.uk/pr/Pages/crdv/default.aspx>

#### **B. OTHER LINKS:**

[www.europa.eu](http://www.europa.eu) (ESMA)

[http://www.centralbank.gov.cy/ngcontent.cfm?a\\_id=1&lang=en](http://www.centralbank.gov.cy/ngcontent.cfm?a_id=1&lang=en) (Central Bank Of Cyprus)

[http://www.mof.gov.cy/mof/cystat/statistics.nsf/index\\_en/index\\_en?OpenDocument](http://www.mof.gov.cy/mof/cystat/statistics.nsf/index_en/index_en?OpenDocument)  
(Cyprus Statistical Service)

## **PRILOG F**

### **Smjernice o unošenju Direktive 2004/39/EC u crnogorsko zakonodavstvo**

#### **I. Uvod**

##### **A. Unesena Direktiva:**

Direktiva 2004/39/EC Evropskog parlamenta i Savjeta od 21.04. 2004. o tržištima finansijskih instrumenata koja dopunjava Direktive Savjeta 85/611/EEC i 93/6/EEC, kao i Direktivu 2000/12/EC Evropskog Parlamenta i Savjeta i ukida Direktivu Savjeta 93/22/EEC (MiFID).

Direktiva proširuje obim primjene i uvodi ġiri raspon investicionih usluga, ukljuġujući i pruġanje savjeta o investiciji i djelovanje multilateralnih sistema trgovine (MTF-ova), ġiri raspon finansijskih instrumenata, ukljuġujući i buduġe robne transakcije i druge relevantne transakcije derivativima, i ġiri raspon lokacija za trgovinu ġi sistemске internalizatore i MTF-ove.

Takoġe postavlja visoke standarde organizacije i poslovanja koji se primjenjuju na sve investicione kompanije i sve kreditne institucije koje posluju u skladu sa MiFID-om. Ovi standardi ukljuġuju bavljenje konfliktima interesa, najbolje djelovanje, klasifikaciju potroġal'a (privatne, struġne i poġeljne ugovorne strane) i zahtjeve koji se tiġu pogodnosti/adekvatnosti potroġal'a.

Direktiva 2004/39/EC postavlja razumljiv regulatorni reġim koji upravlja izvrġenjem transakcija finansijskih instrumenata bez obzira na metode trgovine koji se koriste za zakljuġivanje tih transakcija, zbog osiguravanja visokog kvaliteta investicionih transakcija i podrġavanja integriteta i cjelokupne efikasnosti finansijskog sistema. Investicione kompanije trebaju razmotriti sve naġine, da bi pruġile najbolje moguġe rezultate u ime njihovih klijenata, uzimajuġi u obzir vaġne faktore poput cijene, vremena potrebnog za izvrġenje naloga i troġkova.

Sa dvostrukim ciljem zaġtite investitora i osiguravanja nesmetanog funkcionisanja trġiġta hartija od vrijednosti i da bi se omoguġilo investitorima i ul'esnicima trġiġta da su u svako vrijeme u moguġnosti da procijene uslove transakcije akcija koje se razmatraju i da potvrde kasnije uslove u kojima je izvedena, postavljaju se opġta pravila za objavljivanje detalja o izvrġenim transakcijama akcija i za otkrivanje detalja o trenutnim moguġnostima trgovine akcijama.

Direktiva 2004/39/EC uspostavlja razumljiv reġim transparentnosti primjenljiv na sve transakcije akcija nezavisno od njihovog izvrġenja od strane investicione kompanije na bilateralnoj osnovi, bilo putem ureġenih trġiġta, bilo putem multilateralnih sistema trgovine.

Direktiva 2004/39/EC pojaġava odredbe o razmjeni informacija izmeġu nacionalnih nadleġnih organa i pojaġava obaveze pomoġi i saradnje koje organi duguju jedan drugom.

Direktiva 2004/39/EC sadrġi mnoge inovacije koje dozvoljavaju koherentniji nadzor pan-evropskih finansijskih trġiġta. Uslijed poveġanja meġugraniġne trgovine, nadleġni organi trebaju pruġiti jedan drugom relevantne informacije za obavljanje njihovih funkcija, da bi osigurali

efikasno sprovođenje ove Direktive, uključujući i situacije kada kršenja ili sumnje o kršenju mogu biti stvar organa dvije ili više država članica.

## **B. Svrha Direktive:**

Uskladiti politično ovlaštenje i radne zahtjeve za investicione kompanije, uključujući i pravila poslovanja. Takođe predviđa usklađivanje nekih uslova za djelovanje na uređenom tržištu.

Cilj ove Direktive i njenih mjera implementacije je da ponudi potreban stepen harmonizacije, da bi se investitorima ponudio visok nivo zaštite i dozvolilo investicionim kompanijama da pružaju usluge širom Zajednice, obzirom da je riječ o jedinstvenom tržištu, na osnovu nadzora matične države.

## **Opšte preporuke**

A. Način unoženja:

Postoje tri moguća pristupa unoženja Direktive 2004/39/EC u crnogorsko zakonodavstvo:

- 1) Dodaci postojećem Zakonu o hartijama od vrijednosti i podstatutarni akti o njegovoj primjeni
- 2) Poseban nacrt zakona (podstatutarni akt)
- 3) Novi Zakon o hartijama od vrijednosti i tržištima finansijskih instrumenata koji će sadržati dva glavna dijela: prvi dio će pravila javne ponude hartija od vrijednosti i dozvola za trgovinu, politično, periodično i tekuće otkrivanje informacija, i *ad-hoc* otkrivanje informacija; drugi dio će investicione usluge i aktivnosti i uređena tržišta. Ovaj novi zakon će inkorporirati Prospektus Direktivu, Direktivu transparentnosti, Direktivu o zloupotrebi tržišta i Direktivu tržišta finansijskih instrumenata i moraće ukinuti Zakon o hartijama od vrijednosti.

Ukoliko se prvi pristup usvoji, onda će se morati uvesti značajni i brojni dodaci postojećem Zakonu o hartijama od vrijednosti. U skladu sa preporukama koje smo napravili u smjernici o unoženju Direktive 2003/71/EC i smjernici o unoženju Direktive 2004/109 i u skladu sa nacrtom Zakona o hartijama od vrijednosti koje smo dostavili i razradili Komisiji za hartije od vrijednosti Crne Gore, preporučili bi drugi pristup, odnosno nacrt posebnog akta koji bi unio Direktivu 2004/39/EC o tržištima finansijskih instrumenata. Treći pristup je također moguć i na taj način se ove velike uredbe mogu izdijeliti na manje, praktične modele implementacije, omogućavajući da se napor za usklađivanje svih uredbi odvija na koordinisan način.

B. Postojeći i podstatutarni pravni akti:

- 1) Pravila poslovanja licenciranih učesnika na tržištu kapitala (Službeni list Republike Crne Gore br. 16/01) (pravila poslovanja);

- 2) Pravila kontrole poslovanja u oblasti hartija od vrijednosti (Službeni list Republike Crne Gore br. 28/07) (pravila kontrole);
- 3) Pravila izdavanja licence za berzu (Službeni list Republike Crne Gore br. 59/2000) (Pravila licenciranja za berzu).

Pravila poslovanja, pravila kontrole i Pravila licenciranja za berzu i se morati ukinuti.

Uvođenje Direktive 2004/39/EC i postaviti potpuno nov pravni okvir i širi obim primjene, uvođenje i seriju novih koncepata veoma detaljno, to jest systemske internalizatore, multilateralne sisteme trgovine, bavljenje konfliktom interesa, eksternaliziranje važnih funkcija i investicione usluge; sporazume o saglasnosti poput vrženja ličnih transakcija; unutrašnje kontrole i sisteme unutrašnje revizije, koji i neizbježno voditi potrebi za novim podstatutarnim pravnim okvirom. Novi podstatutarni pravni akti koji implementiraju Direktivu 2004/39/EC i Direktivu Komisije 2006/73/EC trebaju biti razrađeni i dobro usklađeni sa pravilima postavljenim u skladu sa ovim direktivama.

**C. Direktiva Komisije 2006/73/EC od 10.08.2006. koja implementira Direktivu 2004/39/EC Evropskog Parlamenta i Savjeta u odnosu na organizacione zahtjeve i radne uslove za investicione kompanije i uslove određene u svrhe te Direktive ('Direktive implementacije').**

Ova Direktiva implementacije takođe treba biti unesena u crnogorsko zakonodavstvo po pristupanju. Direktiva implementacije navodi konkretne organizacione zahtjeve i procedure za investicione kompanije. Narodito, predviđa procedure koje se odnose na saglasnost, bavljenje rizikom, žalbe, lične transakcije, eksternaliziranje, bavljanje konfliktima interesa i otkrivanje istih. Da bi se osigurao visok nivo zaštite investitora koji i biti jednobrazno primijenjen uvođenjem jasnih standarda i zahtjeva koji se tiču odnosa između investicione kompanije i njenog klijenta, Direktiva implementacije postavlja pravila za implementaciju radnih uslova za investicione kompanije.

Pretpostavka iza forme Direktive je da odredbe implementacije budu lako prilagođene posebnostima određenog tržišta i pravnog sistema u svakoj državi članici, ali se ne mogu dodati naknadna obavezujuća pravila, osim ako ova Direktiva ne naznači drugačije.

*Preporučili bi da odredbe Direktive 2006/73/EC, koje imaju više tehnički karakter, budu unesene u podstatutarni akt koji izdaje Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore.*

**D. Uredba Komisije (EC) br. 1287 od 10.08.2006. koja implementira Direktivu 2004/39/EC Evropskog parlamenta i Savjeta koja se tiče obaveza čuvanja evidencije za investicione kompanije, izvještaje o transakciji, transparentnost tržišta, dozvolu trgovine finansijskim instrumentima i uslove koji su određeni u svrhu ove Direktive ('Uredba implementiranja').**

Uredba implementiranja ima direktan uticaj i stoga i biti direktno primjenljiva u Crnoj Gori od dana njenog pristupanja Evropskoj Uniji. Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore neće

morati da kreira pravila da bi implementirala ovu uredbu, ipak dodaci zakonodavstvu i dalje biti potrebni zbog ukidanja postojećih zahtjeva koji i dalje biti zamijenjeni ovom uredbom i osiguranja konzistencije.

### **E. Maksimalna harmonizacija**

MiFID je Direktiva sa maksimalnom harmonizacijom i države članice ne mogu postaviti dodatne zahtjeve prilikom unošenja i primjene njenih odredbi, koje se odnose na usklađen set organizacionih zahtjeva i radnih uslova za investicione kompanije, osim ako su ti zahtjevi opravdani i srazmjerni tako da se mogu osvrnuti na posebne rizike vezane za zaštitu investitora ili integritet tržišta koji nisu adekvatno obrađeni Direktivom (Član 4 Direktive implementacije).

Crna Gora i dalje morati da obavijesti EU Komisiju o svim zahtjevima koje namjerava da zadrži prije dana unošenja Direktive implementacije i svih zahtjeva koje namjerava da postavi najmanje mjesec dana prije dana stupanja na snagu tog zahtjeva.

Svi dodatni zahtjevi nametnuti od strane država članica ne mogu ograničiti ili bilo kako uticati na pravila i postupke u skladu sa MiFID-om.

### **Preporuke o pojedinim glavnim odredbama**

#### ***1) Član 1, paragraf (2)***

Kreditnim institucijama, koje su ovlaštene u skladu sa Direktivom 2000/12/ EC Evropskog parlamenta i Savjeta od 20.03.2000. koje se odnose na poslovanje kreditnih institucija, ne treba drugo ovlaštenje u skladu sa MiFID-om da bi bile u mogućnosti da pružaju investicione usluge ili da vrše investicione aktivnosti.

U skladu sa Članom 1, paragrafom (2) MiFID-a, kada kreditna institucija odluči da pruži investicionu uslugu ili izvrši aktivnost vezanu za investiciju, nadležni organ prije davanja ovlaštenja treba da potvrdi da se slaže sa relevantnim odredbama koje su naročito navedene u ovoj Direktivi, to jest sa organizacionim zahtjevima i radnim uslovima, pravima investicionih kompanija itd.

Odredba Člana. 1, paragrafa (2) je obavezna, odnosno treba se unijeti u crnogorsko zakonodavstvo.

#### ***2) Član 3***

Odredba Člana 3 je opcionalni izuzetak, to jest svaka država članica može odlučiti da iskoristi ovaj izuzetak i stoga izuzme iz MiFID-a lica koja su ispunila određene uslove i tako se kvalifikuju za izuzimanje u slučaju da su aktivnosti tih lica regulisana na nacionalnom nivou. Gire govoreći, ovo bi trebalo izuzeti iz MiFID-a ona lica koja ne drže sredstva ili hartije od vrijednosti klijenata i

samo savjetuju i/ili vrge prijem i prenos naloga koji se odnose na finansijske instrumente koji ne ukljuju opcije, fjuere ili ugovore za razlike.

Ukoliko Crna Gora odluči da iskoristi ovo izuzimanje, treba uzeti u obzir da lica koja su iskljuena iz obima MiFID-a ne mogu imati koristi od režima ~~Apasogaou~~ skladu sa članovima 31 i 32 MiFID-a.

### 3) Član 4

*Opšte preporuke:* Definicije koje MiFID postavlja su veoma značajne zbog svoje logike i konzistentne primjene od strane svih država članica; tako da u suštini trebaju biti unesene onako kako glase. Ipak, kada su reference napravljene na druge EU direktive, mogu biti zamijenjene referencama nacionalnom zakonodavstvu koje unose relevantne odredbe Direktive za koju je referenca napravljena. Preporučljivo je da se kreira poseban odjeljak u svakom dijelu Zakona, koji će biti namijenjen definicijama koje se trebaju predstaviti, jer bi ovo pospiježilo razumljivost odredbi zakona.

#### Član 4, paragraf 1 (1)

Stavka 1 definiše **investicione kompanije** kao pravna lica čija je redovna aktivnost pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim stranama i/ili vršenje jedne ili više investicionih aktivnosti na stručnoj osnovi. Kao opcionalni izuzetak, predloženo je da u definiciji mogu stajati preduzeća koja nisu pravna lica, ukoliko podliježu posebnim zahtjevima.

#### Član 4, paragraf 1 (2) i (3)

Stavke 2 i 3 se odnose na Aneks I, odjeljak A i B MiFID-a. Iscrpan spisak glavnih i sporednih investicionih usluga i aktivnosti je pružen u spomentom Aneksu.

#### Član 4, paragraf 1 (4) do (6) i (9)

Stavke 4 do 6 i 9 pružaju definicije za različite investicione usluge navedene u Aneksu I, odjeljak A i B MiFID-a. Odnosno, ovo su definicije za **savjet o investiciji** (davanje ličnih preporuka klijentu, ili na njegov zahtjev ili na inicijativu investicione kompanije, u odnosu na jednu ili više transakcija koje se odnose na finansijske instrumente), **izvršenje naloga u ime klijenata** (predstavlja djelovanje za zaključivanje ugovora o kupovini ili prodaji jednog ili više finansijskih instrumenata u ime klijenata), **djelovanje za svoj račun** (trgovina po imovinskom kapitalu koja rezultira zaključivanjem transakcije jednog ili više finansijskih instrumenata) i **bavljenje portfolijom** (bavljenje portfolijima u skladu sa mandatima od strane klijenata na diskrecionoj klijent-po-klijent osnovi kada takvi portfoliji sadrže jedan ili više finansijskih instrumenata).

#### Član 4, paragraf 1 (8)

Stavka 8 pruža definiciju fizičnog trgovca (lice koje je uvijek prisutno na finansijskim tržištima i voljno da djeluje za svoj račun kupovinom i prodajom finansijskih instrumenata po svom imovinskom kapitalu po cijenama koje on određuje).

*Član 4, paragraf 1 (10) do (12)*

Stavke 10 i 12 pružaju definicije koje se odnose na klijenta (svako fizičko i pravno lice kojem investiciona kompanija pruža investicione i/ili dodatne usluge) i privatni klijent (klijent koji nije profesionalni klijent). U odnosu na profesionalne klijente, stavka 11 se odnosi na Aneks II Direktive gdje su postavljeni kriterijumi za posebne klijente. Stavke 20 do 22 pružaju definicije za državu fizičnu/domaćina i nadležni organ.

*Član 4, paragraf 1 (13), (14), (15) i (7)*

Što se tiče definicija člana 4, paragrafa 13, 14, 15 i 7 MiFID-a, moraju biti unesene u novi/dopunjeni zakon obzirom da ekvivalentne odredbe nisu dostupne u postojećem crnogorskom zakonodavstvu.

Narodito, član 45 definiše koncept tržišta hartija od vrijednosti crnogorskog Zakona o hartijama od vrijednosti (ZMLSO) treba biti usklađen sa definicijom u skladu sa članom 4, paragraf 14 MiFID-a koji naglašava da je: **uređeno tržište** (berza): multilateralni sistem kojim upravlja operater tržišta, koji sakuplja više kupovina i prodaja interesa u finansijskim instrumentima trećih strana u sistem i u skladu sa njegovim ne-diskrecionim pravilima što rezultira ugovorom koji se odnosi na finansijske instrumente kojima je dozvoljena trgovina u skladu sa njegovim pravilima i/ili sistemima i koji je obavezan i pravilno funkcioniše i u skladu je sa odredbama glave III MiFID-a. Uz to, treba uvesti definiciju Operater tržišta. U skladu sa članom 4, paragraf 13 MiFID-a, **“operater tržišta”** označava lice ili lica koja vrše poslovanja na uređenom tržištu. Operater tržišta može biti samo uređeno tržište. Termin lice ili lica obuhvata fizička ili pravna lica ili partnerstvo ili neki drugi kolektivni entitet. Režim uređenog tržišta u skladu sa MiFID-om obuhvata fizički raspon finansijskih instrumenata MiFID-a, uključujući i tržišta za robne derivative.

MiFID takođe eliminiše „**koncentraciono pravilo**“ (analogno članu 45 crnogorskog Zakona o hartijama od vrijednosti) i uvodi koncepte multilateralnog sistema trgovine (MTF) i sistemskeg internalizatora (SI). Drugim riječima, države članice ne mogu više zahtijevati od investicionih kompanija da usmjeravaju naloge samo na berze. Ovo znači da su berze sada izložene konkurenciji od MTF-ova i SI-ja.

U skladu sa članom 4, paragraf 15 MiFID-a, **MTF** je multilateralni sistem kojim upravlja investiciona kompanija ili operater tržišta, koji sakuplja kupovine i prodaje interesa finansijskih instrumenata trećih strana u sistem i u skladu sa ne-diskrecionim pravilima na način koji rezultira ugovorom u skladu sa odredbama glave II. Aktivnost vođenja MTF-a je investiciona usluga navedena u Aneksu I, odjeljak A MiFID-a. Kao kod uređenih tržišta, definicija MTF-a se proteže na sve klase finansijskih instrumenata MiFID-a, uključujući i robne derivative i ne-vlasničke hartije od vrijednosti.

MTF-ovima može upravljati investiciona kompanija ili operater tr igta.  ire govoreći, MTF-ovi kojima upravljaju investicione kompanije: se moraju usaglasiti sa zahtjevima investicionih kompanija (poglavlja I i II glave II MiFID-a) plus dodatni zahtjevi koji se odnose na MTF-ove (I lanovi 14, 26, 29, 30 MiFID-a), ukoliko MTF-om upravlja operater tr igta, u skladu sa I lanom 5, paragrafom 2 MiFID-a, operater tr igta se mora usaglasiti sa pravilima koja se odnose na uređena tr igta (glava III MiFID-a) plus zahtjevi koji se odnose na investicione kompanije primjenljive na operatere tr igta (poglavlje I glave II MiFID-a), uklju uju i dodatne zahtjeve koji se tiču MTF-ova (I lanovi 14, 26, 29, 30 MiFID-a).

U skladu sa I lanom 4 paragrafom 7 MiFID-a sistematski internalizator  označava investicionu kompaniju koja, organizovano, stalno i sistematski, posluje na svoj račun izvršavaju i naloge klijenata van uređenog tr igta ili MTF-a. Da bi se odredilo da li kompanija organizovano, stalno i sistematski posluje Uredba implementacije pruža odgovarajuće detalje navodeći i neke indikatore koji trebaju biti kumulativno ispunjeni.

#### * lan 4, paragraf 1 (17) do (22)*

Stavke 17 do 22 pružaju odgovarajuće definicije za **finansijske instrumente** (oni instrumenti navedeni u odjeljku C Aneksa I), **prenosive hartije od vrijednosti** (one klase hartija od vrijednosti kojima se pregovara na tr igtu kapitala, sa izuzetkom instrumenata isplate), **instrumenti novčanog tržišta** (one klase instrumenata kojima se obil no posluje na novčanom tr igtu, poput blagajničkih zapisa, sertifikata depozita i trgovačkih papira isključuju i instrumente isplate), **matična država članica** (u slu aju investicionih kompanija - država I lanica u kojoj se nalazi glavna kancelarija i u slu aju uređenog tr igta, država I lanica u kojoj je uređeno tr igte registrovano ili, ukoliko po zakonu te države I lanice nema registrovanu kancelariju, država I lanica u kojoj se glavna kancelarija uređenog tr igta nalazi), **država članica dom in** (država I lanica, koja nije matična država I lanica, u kojoj investiciona kompanija ima filijalu ili vrši usluge i/ili aktivnosti, ili država I lanica u kojoj uređeno tr igte pruža adekvatne sporazume da bi se olakšao pristup trgovini u njegovom sistemu od strane udaljenih I lanova ili učesnika koji su osnovani u toj istoj državi I lanici), **nadležni organ** (organ, koji određuje svaka država I lanica).

#### * lan 4, paragraf 1 (26)*

Stavka 26 pruža definiciju **filijale** (mjesto poslovanja van glavne kancelarije koje je dio investicione kompanije, koje nema pravni identitet i koje pruža investicione usluge i/ili aktivnosti i koje takođe može pružati dodatne usluge za koje je investiciona kompanija ovlašćena).

Ove definicije trebaju biti precizno uvedene u crnogorsko zakonodavstvo zbog pravilnog funkcionisanja.

#### *4)  lan 5*

Član 5 predviđa zahtjeve da vršenje investicionih usluga i aktivnosti u svojstvu redovnog zanimanja na profesionalnoj osnovi treba da podliježe prethodnom ovlaštenju, obzirom da je spomenuto ovlaštenje odobreno od strane matičnog nadležnog organa.

Razmatrajući odredbu člana 5 MiFID-a, preporučujemo dopunu odredbe člana 63 Zakona o hartijama od vrijednosti.

Uz to, član 5 paragraf 3 zahtijeva da nadležni organi trebaju napraviti registar svih investicionih kompanija. Ovaj registar mora biti javno dostupan i mora sadržati informacije o uslugama i/ili aktivnostima za koje su investicione kompanije ovlaštene. Registar treba biti redovno ažuriran.

Imajući na umu gore spomenuto, preporučujemo dopunu teksta člana 75 Zakona o hartijama od vrijednosti u skladu sa članom 5 stavkom 3 Direktive.

#### *5) Član 6*

Odredba člana 6 postavlja obim ovlaštenja investicionih kompanija. U skladu sa članom 6 paragrafom 1, ovlaštenje navodi investicione usluge ili aktivnosti koje je investiciona kompanija ovlaštena da pruži. Član 6 paragraf 3 je osnova principa jedinstvenog pasoša. U skladu sa njegovom odredbom, ovlaštenje je važeće na teritoriji cijele Evropske Unije i dozvoljava investicionoj kompaniji da pruža usluge ili vrši aktivnosti, za koje je ovlaštena, širom Zajednice ili osnivanjem filijala ili slobodnim pružanjem usluga.

Razmatrajući odredbu člana 6 paragraf 3 MiFID-a, preporučujemo da odredba člana 65 Zakona o hartijama od vrijednosti bude dopunjena uvođenjem principa jedinstvenog pasoša.

#### *6) Član 7*

Odredba člana 7 je zasnovana na principu i navodi da nadležni organ daje ovlaštenje jedino ako je potpuno zadovoljen kako podnosilac prijave ispunjava sve zahtjeve u skladu sa odredbom usvojenom u skladu sa Direktivom. Investiciona kompanija pruža sve informacije vezane za osnivanje investicione kompanije koje su neophodne da se zadovolji nadležni organ, u vrijeme inicijalnog ovlaštenja, koje se odnose na sve neophodne sporazume ispunjavanja njegovih obaveza u skladu sa odredbama MiFID-a.

Komisija za hartije od vrijednosti treba da procijeni da li su informacije koje je primila u skladu sa članom 68 paragrafom 2 Zakona o hartijama od vrijednosti dovoljne da Komisija procijeni da li je podnosilac prijave napravio sve neophodne sporazume koji se odnose na gore spomenute obaveze.

#### *7) Član 8*

Član 8 predviđa slučajeve kada nadležni organ može opozvati ovlaštenje izdato investicionoj kompaniji. Direktiva naročito predviđa 4 slučaja ali uz to daje državama članicama mogućnost

da postavi, u nacionalnom zakonodavstvu, dodatne slušajne gdje ovlaštenje može biti povučeno. L'etiri slušaja predviđena MiFID-om su:

- Investiciona kompanija ne koristi ovlaštenje 12 mjeseci, izričito najavljuje ovlaštenje ili nije pružila investicione usluge u prethodnih 6 mjeseci, osim ako dotična država članica nije predviđala da ovlaštenje istekne u ovakvim slučajevima;
- Investiciona kompanija je dobila ovlaštenje lažnim izjavama ili na drugi neregularan način;
- Investiciona kompanija više ne ispunjava kapitalne zahtjeve;
- Investiciona kompanija je ozbiljno i sistematski narušila odredbe koje su usvojene u skladu sa Direktivom koja se odnosi na radne uslove investicionih kompanija;

Imajući na umu gore spomenute preporuke, da tekst L'ana 74 zakona o hartijama od vrijednosti bude dopunjen odredbama L'ana 8 (a) i (b).

#### 8) Član 9

Odredba L'ana 9 postavlja adekvatne i pravilne zahtjeve za lica koja efikasno usmjeravaju posao investicione kompanije. Odredba je zasnovana na principu, zahtijeva da spomenuta lica imaju dobar kredibilitet i dovoljno iskustva da bi pružile valjano i racionalno upravljanje investiciono kompanijom. Od nacionalnog nadzornog organa zavisi uspostavljanje mehanizama koji utvrđuju ispunjavanje zahtjeva postavljenih Direktivom.

Treba napomenuti da L'an 9 paragraf 4 zahtijeva da investicionom kompanijom upravljaju najmanje dva lica koja ispunjavaju gore spomenute zahtjeve.

Odredbe L'ana 9 su obavezne i trebaju biti unesene u crnogorsko nacionalno zakonodavstvo.

#### 9) Član 10

L'an 10 navodi da nadležni organi ne daju ovlaštenja za vršenje investicionih usluga i poslovanje investicione kompanije, dok se ne informišu o identitetima zainteresovanih strana ili članova, direktno ili indirektno, fizička ili pravna lica, koja imaju kvalifikativne udjele i iznose tih udjela. L'an 4, stavka 27 Direktive smatra kvalifikovanim udjelom svaki direktan ili indirektan udio u investicionoj kompaniji koji predstavlja 10% ili više kapitala ili prava glasa. Nadzorni organi odbijaju ovlaštenje ukoliko nisu zadovoljni pogodnošću u zainteresovanih strana ili članova koji imaju kvalifikativne udjele.

L'an 69 paragraf 2 Zakona o hartijama od vrijednosti postavlja iste principe kao L'an 10 paragraf 1 Direktive, ali odredba Zakona mora biti u znatnoj mjeri dopunjena tako da se poklapa sa relevantnom odredbom Direktive. Koncept kvalifikovanog udjela u skladu sa L'anom 69 paragrafom 3 treba biti takođe usklađen sa MiFID-om.

Uz to, Llan 10 paragraf 3 Direktive postavlja zahtjev da fizič ko ili pravno lice koje namjerava da stekne ili proda, direktno ili indirektno, kvalifikovani udio u investicionoj kompaniji, mora prvo obavijestiti, nadležni organ o velič ini rezultirajuć eg udjela. Od tih lica se zahtijeva da obavijeste nadležni organ da li namjeravaju da poveć aju ili smanje svoj kvalifikovani udio, ukoliko bi posljedil' no omjer glasač kih prava ili kapitala u tom udjelu dostigao, pao ispod ili premašio 20%, 33% ili 50% ili bi investiciona kompanija prestala da bude njihova filijala.

Trenutno, Llan 30 Zakona o hartijama od vrijednosti zahtijeva od centralnog depozitara da informiše komisiju za hartije od vrijednosti u periodu od sedam dana od sticanja ili lič avanja hartija od vrijednosti, ukoliko kao rezultat svako pravno ili fizič ko lice dobija ili gubi prava glasa na generalnoj skupštini zainteresovanih strana i kada uslijed tog sticanja ili lič avanja, proporcionalan broj glasova na njegovom raspolaganju premašuje ili pada ispod: 10%, 20%, 33%, ili 50%.

Uporedivši odredbe Llane 10 paragraf 3 i Llane 30, preporuč ujemo da Llan 30 bude dopunjen i usklađen sa odredbama Direktive.

#### *10) Član 11*

Llan 11 postavlja zhtjev da nadležni organ provjeri da li entiteti koji trahe ovlađ enje u svojstvu investicione kompanije ispunjavaju svoje obaveze u skladu sa Direktivom o investitorsko-kompenzacionim shemama (Direktiva 97/9/EC) u vrijeme ovlađ enja.

U ovom smislu, treba naglasiti da odredbe Direktive 97/9/EC trebaju takole biti u potpunosti unesene u crnogorsko nacionalno zakonodavstvo.

#### *11) Član 12*

Čto se tič e inicijalnog kapitala investicionih kompanija, MiFID upuć uje na odredbe Direktive o kapitalnim zahtjevima (2006/49/EC). Odredbe spomenute Direktive trebaju takole biti u potpunosti unesene u crnogorsko nacionalno zakonodavstvo.

#### *12) Član 13*

Llan 13 postavlja organizacione zahtjeve sa kojima investicione kompanije moraju da se slohe kada podnose prijavu za ovlađ enje. Zahtjevi su zasnovani na principu i u velič ini sluč ajeva postavljaju benč mark koji investiciona kompanija treba da dostigne. Ovi zahtjevi su predviđ eni u paragrafima 2 do 8. Narol' ito, investiciona kompanija treba da:

- Postavi adekvatne politike i procedure dovoljne za osiguranje saglasnosti kompanije uključ ujuć i njene menadžere, zaposlene i povjerenike sa obavezama pod odredbama Direktive, kao i adekvatna pravila koja ta lica prate prilikom vrćenja lič nih transakcija;
- Održi i upravlja efikasnim organizacionim i administrativnim dogovorima, imajuć i u vidu preduzimanje svih razumnih koraka sa ciljem izbjegavanja konflikta interesa;

- Preduzme razumne korake da bi se osigurao kontinuitet i regularnost prilikom vrćenja investicionih usluga i aktivnosti. U ovu svrhu, investiciona kompanija angažuje adekvatne i proporcionalne sisteme, resurse i procedure;
- Preduzme sve razumne korake da se izbjegne nepotreban dodatni radni rizik prilikom eksternaliziranja važnih radnih funkcija;
- Uvođenje evidencije o svim pruženim uslugama i obavljenim transakcijama. Registar bi trebao biti dovoljan da omogućiti nadležnom organu nadzor saglasnosti zahtjeva sa Direktivom;
- Prilikom držanja finansijskih instrumenata koji pripadaju klijentima, napraviti adekvatne sporazume da bi se olakovala vlasnička prava klijenata, naročito u slučaju nesolventnosti investicione kompanije i da bi se spriječilo korigiranje klijentovih instrumenata za svoj račun, osim uz izričiti pristanak klijenta (segregacija sredstava);
- Prilikom držanja sredstava koji pripadaju klijentima, napraviti adekvatne sporazume za olakovanje prava klijenata i osim u slučaju kreditnih institucija, spriječiti korištenje sredstava klijenata u svoje sopstvene svrhe.

U smislu gore spomenutog preporučujemo da član 68 paragraf 1 bude dopunjen, da bi se u potpunosti složio sa zahtjevima Direktive.

### 13) Član 15

Odredba člana 15 postavlja obavezu nadležnim organima da obavijeste EU Komisiju o svim velikim poteškoćama sa kojima se njihova investiciona kompanija suočava prilikom svog osnivanja ili pružanja investicionih usluga u trećoj zemlji.

Odredba člana 15 je obavezna i mora biti unesena u crnogorsko nacionalno zakonodavstvo.

### 14) Članovi 16 i 17

Odredba člana 16 paragrafa 1 zahtijeva da se investiciona kompanija kada je ovlaštena uvijek mora slagati sa uslovima za inicijalno ovlaštenje. U skladu sa članom 16 paragrafom 2 investiciona kompanija treba da obavijesti nadležne organe o svim materijalnim promjenama koje se odnose na uslove za inicijalno ovlaštenje. Nadležni organi treba da uspostave adekvatne metode za posmatranje ispunjenja obaveza investicionih kompanija.

Član 74 paragraf 3 Zakona o hartijama od vrijednosti je u skladu sa odredbom člana 16 paragrafa 1 Direktive.

Iako je odredba člana 76 Zakona o hartijama od vrijednosti u suštini usklađena sa idejom iz člana 16 paragrafa 2 Direktive, mogu se razmotriti neke revizije teksta.

Član 17 Direktive zahtijeva od nadležnog organa da posmatra aktivnosti investicionih kompanija, da bi procijenio saglasnost sa radnim zahtjevima koji su predviđeni u MiFID-u.

Odredba L' lana 17 je veoma ġiroko formulisana i zasnovana na principu, ali je obavezna i stoga mora biti unesena.

**15) Član 18**

Odredba L' lana 18 zahtijeva od investicione kompanije da preduzme sve razumne korake da bi prepoznala i izbjegla unutraġnje konflikte interesa, ukljuġujuġ i svoje menadġere ili zaposlene i njihove klijente, ili izmeġu klijenata i drugih. Kada ovi koraci nisu dovoljni da se osigura izbjegavanje konflikta interesa, investiciona kompanija treba jasno da otkrije opġti karakter i/ili izvore konflikta interesa klijentu, prije poslovanja u njegovo ime.

L' lan 64 Zakona o hartijama od vrijednosti predviġa neke sluġaje konflikta interesa, ali opseg ove odredbe treba biti znatno proġiren da bi se slagao sa tekstom Direktive.

**16) Član 19**

Odredba L' lana 19 zahtijeva da investicione kompanije prilikom pruġanja investicionih usluga klijentima djeluju praviġno i struġno poġtuġuġ i najbolje interese klijenata. Investiciona kompanija se mora usaglasiti sa sljedeġim principima:

- Sve informacije koje je investiciona kompanija uputila klijentima ili potencijalnim klijentima moraju biti taġne, jasne i neobmanjuġe;
- Prilikom pruġanja investicionih usluga, investiciona kompanija mora dobiti neophodne informacije koje se tiġu klijentovog, ili potencijalnog klijentovog znanja i iskustva u oblasti investicija, njegove finansijske situacije i njegovih ciljeva investicije, da bi se omoguġilo kompaniji da predloġi klijentu ili potencijalnom klijentu investicione usluge i finansijske instrumente koji su pogodni za njega (princip poznavanja svojeg potroġaġa);
- Investiciona kompanija mora postaviti evidenciju koja sadrġi dokumenta o kojima su se sloġili kompanija i klijent koja postavlja prava i obaveze strana i druge uslove po kojima kompanija pruġa usluge klijentu;
- Klijent mora od investicione kompanije primiti adekvatne izvjeġtaje o uslugama koje su pruġene njenim klijentima. Ovi izvjeġtaji ġe sadrġati, gdje mogu, troġkove vezane za transakcije i usluge izvrġene u ime klijenta;

Odredba L' lana 20 dozvoljava investicionoj kompaniji primanje uputstava za vrġenje investicionih ili dodatnih usluga u ime klijenta posredovanjem druge investicione kompanije, oslanjajuġ i se na informacije o klijentu koje je poslala druga kompanija. Investiciona kompanija koja je posredovala u davanju uputstava ġe ostati odgovorna za kompletnost i taġnost poslanih informacija.

Gornji principi su od znaġaja u pogledu obaveza poslovanja investicionih kompanija i moraju biti precizno uneseni u nacionalno zakonodavstvo. Stoga, odredbe L' lana 78 i L' lana 82 Zakona o hartijama od vrijednosti moraju biti dopunjene.

**17) Član 21**

Član 21 postavlja princip Najboljeg izvršenja što jest zahtjev investicionim kompanijama da preduzmu sve razumne korake da postignu, prilikom izvršenja naloga, najbolje moguće rezultate za svoje klijente, uzimajući u obzir cijenu, troškove, brzinu, vjerovatnost izvršenja i namirenja, veličinu, karakter i sva druga razmatranja. Investicione kompanije su obavezne da postave i implementiraju politiku izvršenja naloga koja im dozvoljava da postignu najbolje moguće rezultate za njihove klijente. Adekvatne informacije o politici izvršenja naloga moraju biti predložene klijentima.

Odredbe MiFID-a koje se tiču principa Najboljeg izvršenja su značajne i obavezne i trebaju da podliježu tal'nom unošenju u crnogorsko nacionalno zakonodavstvo. U ovom pogledu, odredbe Člana 78 Zakona o hartijama od vrijednosti trebaju biti dopunjene.

#### 18) Član 22

U skladu sa ovim odredbama, investicione kompanije ovlaštene za izvršavanje naloga u ime klijenata moraju implementirati procedure i sporazume koji predviđaju pravilno, tal'no i brzo izvršenje naloga klijenta, srazmjerno drugim nalogima klijenata ili trgovinskim interesima investicione kompanije. Ove procedure ili sporazumi ne dozvoliti izvršenje inače uporedivih naloga klijenata u odnosu na vrijeme prijema naloga.

Iako su provizije Člana 78 paragrafa 1, 2 i 3 Zakona o hartijama od vrijednosti u suštini saglasne sa idejom iz Člana 22 Direktive, preporučuje se revizija teksta Zakona.

#### 19) Član 23

Odredba Člana 23 uvodi ulogu povjerenika. U osnovi, uloge povjerenika investicione kompanije su promovisanje usluga investicione kompanije, dodjeljivanje poslova, ili prijem naloga od strane klijenata i njihovo slanje, postavljanje finansijskih instrumenata i pružanje savjeta u odnosu na te finansijske instrumente i uloge koje je ponudila ta investiciona kompanija.

Odredbe Člana 23 su opcionalne i Komisija za hartije od vrijednosti mora odlučiti da li ima koristi od pruženih opcija.

#### 20) Član 24

Član 24 pruža investicionim kompanijama, koje imaju ovlaštenje da izvršavaju naloge u ime klijenata i/ili da posluju za svoj račun i/ili da prime i šalju naloge, da stupe u transakcije sa poželjnim ugovornim stranama bez obavezivanja da se slože sa zahtjevima u okviru Članova 19, 21 i 22 (1) u odnosu na te transakcije. Paragrafi 2 do 4 Člana 24 daju spisak entiteta koji se mogu smatrati poželjnim ugovornim stranama.

Izuzetak koji predviđa Član 24 mora biti predviđen u crnogorskom nacionalnom zakonodavstvu.

**21) Član 25**

Odredba člana 25 postavlja obavezu investicionim kompanijama da drže relevantne podatke na raspolaganju nadležnim organima najmanje pet godina, a ti podaci se odnose na sve transakcije u finansijskim instrumentima koje su investicione kompanije izvršile, ili za svoj račun, ili u ime klijenta. Uz to, od investicionih kompanija koje vrše transakcije svim finansijskim instrumentima kojima je dozvoljena trgovina na uređenom tržištu, se zahtijeva da podnose izvještaje o detaljima takvih transakcija nadležnom organu što je prije moguće, ne kasnije od završetka sljedećeg radnog dana. Izvještaji moraju sadržati detalje o nazivima i brojevima kupljenih ili prodanih instrumenata, količinama, datumima i vremenu izvršenja i cijenama transakcija i sredstvima prepoznavanja dotičnih investicionih kompanija.

Spomenuti zahtjevi su bitni u pogledu osiguravanja transparentnosti i integriteta tržišta i moraju biti precizno uneseni u nacionalno zakonodavstvo.

**22) Član 26**

Član 26 zahtijeva od investicionih kompanija koje, ili za svoj račun ili u ime klijenata, zaključe transakcije u akcijama koja je trgovina dozvoljena na uređenom tržištu van uređenog tržišta ili MTF-a, da objave obim i cijenu tih transakcija i vrijeme njihovog zaključenja. Ove informacije moraju biti objavljene što je bliže vremenu dešavanja, na razumnoj trgovalnoj osnovi i na način lako dostupan drugim učesnicima tržišta.

Spomenuti zahtjevi otkrivanja su veoma važni sa aspekta post-trgovinske transparentnosti i trebaju biti uneseni u nacionalno zakonodavstvo.

**23) Članovi 31 do 34**

Odredbe članova 31 do 34 pružaju investicionim kompanijama jedne države članice pravo pružanja investicionih usluga i vršenje investicionih aktivnosti na teritoriji cijele Evropske Unije bez dodatnih zahtjeva. Investicione kompanije mogu koristiti spomenuto pravo ili na osnovu slobode pružanja usluga ili putem filijale.

Članovi 31 i 32 predviđaju procedure obavješćavanja, koje investicione kompanije moraju ispoštovati prije početka pružanja investicionih usluga u drugoj državi članici po prvi put.

Član 33 osigurava pravilnu implementaciju prava pružanja investicionih usluga zahtjevom da investicione kompanije iz drugih država članica koje su ovlaštene da izvršavaju naloge klijenata ili da posluju za svoj račun imaju pravo članstva ili imaju pristup uređenom tržištu na teritoriji države članice domaćina. Član 34 zahtijeva da investicione kompanije iz drugih država članica imaju pravo pristupa centralnoj ugovornoj strani, sistemima kliringa i namirenja na teritoriji države članice domaćina u svrhu finalizovanja ili zakazivanja finalizovanja transakcija finansijskim instrumentima.

Odredbe članova 31 do 34 su veoma važne u pogledu funkcionisanja evropskog jedinstvenog tržišta i trebaju biti u potpunosti unesene u nacionalno zakonodavstvo.

#### 24) Član 36

MiFID postavlja zajednički opšti set visokih principa za ovlaštenje, regulisanje i nadzor uređenih tržišta. Ovlaštenje u svojstvu uređenog tržišta je rezervisano samo za one sisteme koji se u **majmanjoj mjeri** slažu sa zahtjevima glave III MiFID-a. Uređenim tržištem onda mora da upravlja operater tržišta. To može biti određeno lice, grupa lica ili samo regulisano tržište ukoliko je pravni entitet i samo vodi svoj posao u svojstvu uređenog tržišta. Mora se napomenuti, da nadležni organ mora zadovoljiti saglasnost i operatera tržišta i sistema uređenog tržišta sa zahtjevima postavljenim u glavi III MiFID-a. U slučaju uređenog tržišta koje je pravno lice i kojim upravlja operater tržišta koji nije samo uređeno tržište, nadležni organ po davanju ovlaštenja, je utvrditi kako različite obaveze nametnute operateru tržišta u skladu sa ovom Direktivom trebaju biti alocirane između uređenog tržišta i operatera tržišta.

Nadležni organi redovno posmatraju saglasnost uređenih tržišta sa odredbama glave III MiFID-a i takođe posmatraju konstantnu saglasnost uređenog tržišta sa uslovima za inicijalno ovlaštenje. Operater uređenog tržišta vrši svoje zadatke vezane za organizaciju i djelovanje uređenog tržišta pod nadzorom relevantnog nadležnog organa i odgovoran je za osiguravanje da se uređeno tržište kojim upravlja slaže sa svim zahtjevima iz glave III MiFID-a. Operater tržišta takođe može da koristi prava koja odgovaraju uređenom tržištu kojim upravlja.

Crnogorsko zakonodavstvo vezano za hartije od vrijednosti (MSL) već sadrži odredbe koje regulišu ovlaštenje berze (Član 46 i 52 MSL-a), ipak, postojeći crnogorski pravni okvir koji se odnosi na ovlaštenje berze treba biti temeljno razmotren zbog detaljne implementacije MiFID-a.

#### 25) Članovi 37 i 38

U skladu sa MiFID-om, lica koja **efikasno upravljaju poslovanjem uređenog tržišta i posluju na njemu** trebaju imati **dovoljno dobar kredibilitet i iskustvo** da bi se osiguralo valjano i oprezno upravljanje uređenim tržištem i poslovanje na njemu. Operater uređenog tržišta mora da informiše nadležni organ o identitetu i dodatnim promjenama vezanim za ta lica.

Zatim, lica koja su **na položaju da koriste, direktno ili indirektno, značajan uticaj na menadžment** uređenog tržišta moraju biti **odgovarajuća**.

Operater uređenog tržišta mora nadležnom organu da pruži, i objavi, informacije koje se tiču **vlasništva** uređenog tržišta i/ili operatera tržišta i naročito **identitet i nivo interesa** svih strana koje su u poziciji da koriste značajan uticaj nad menadžmentom.

Operater takođe obavještava nadležni organ i objavljuje o svakom **prenosu vlasništva** koji izaziva promjenu identiteta lica koja koriste značajan uticaj nad radom uređenog tržišta.

Nadležni organ je odbiti da odobri predložene promjene za menadžment i kontrolisanje interesa uređenog tržišta i/ili operatera tržišta kada postoji osnova za vjerovanje da bi predstavljali prijetnju valjanom i opreznom upravljanju uređenim tržištem.

Glavne odredbe koje se tiču lica koja efikasno usmjeravaju poslovanje i rad uređenog tržišta su u članu 54, paragrafi 2 i 3 u MSL-u i u članu 2 (6) i 17 (5) u pravilima licenciranja berze. Preporučilo bi se da se u okviru procesa implementacije MiFID-a sve odredbe koje se tiču zahtjeva upravljanja uređenim tržištem postave u zakonu a ne pod-statutarnom aktu zbog pravne sigurnosti i takođe se morati znatno proširiti u novom/dopunjenom zakonu zbog saglasnosti sa MiFID-om.

Odredba člana 38 MiFID-a koja se tiče zahtjeva vezanih za lica koja koriste znatan uticaj nadležnom menadžmentom uređenog tržišta je morati da se unese u novi/dopunjen zakon obzirom da ne postoje uporedne odredbe u postojećem crnogorskom zakonodavstvu.

#### *26) Član 39*

Organizacioni zahtjevi kao osnova okvira uređenog tržišta su postavljeni u članu 39 MiFID-a.

Većina njih je sadržana u članu 47, paragrafu 2, članu 51, članu 55 i članu 57 MSL-a i pravilima licenciranja za berzu. U praksi je bitno samo nekoliko promjena vezanih za organizacione zahtjeve već pružene MSL-om i pravilima licenciranja za berzu zbog talnog prilagođavanja odredbama MiFID-a.

#### *27) Član 43*

Uređena tržišta je postaviti i održati efikasne sporazume i procedure za **redovno nadgledanje saglasnosti** od strane njihovih članova ili učesnika, po svojim pravilima, da bi se ustanovila **kršenja** tih pravila, uslovi nepravilnog trgovanja ili djelovanje koje može uključiti zloupotrebu tržišta.

Operateri uređenog tržišta je **prijaviti sva značajna kršenja** njihovih pravila ili uslove nepravilnog trgovanja ili djelovanja koja mogu sadržati zloupotrebu tržišta **nadležnom organu** uređenog tržišta.

Države članice je takođe zahtijevati od operatera uređenog tržišta da bez odlaganja dostavi relevantne informacije organu nadležnom za istraživanje i tužbe za zloupotrebu tržišta na uređenom tržištu i da mu pruži punu podršku prilikom istraživanja i gonjenja vezanog za zloupotrebu tržišta koje se dešava kroz sisteme uređenog tržišta.

Član 55, paragraf 4 MSL-a sadrži pravila slična Direktivi vezana za obavješćivanje o nesaglasnosti. Bez obzira na tekuće odredbe, novi/dopunjeni zakon je morati da unese član 43 MiFID-a na način da demonstrira da postoje postavljeni adekvatni, efikasni i detaljniji pravni zahtjevi.

#### *28) Članovi 27, 28, 29, 30, 44 i 45*

Transparentnost je još jedan ključni princip MiFID-a. Uređena tržišta, MTF-ovi i sistemski internalizatori podliježu sličnim pred i post trgovinskim zahtjevima transparentnosti. Ovo osigurava jednake uslove djelovanja između berzi i njenih novih konkurenata i kompletne informacije o trgovačkim aktivnostima tržišta.

Koncepti pred i post trgovinske transparentnosti na EU nivou su novi. MiFID postavlja razumljiv pred i post trgovinski režim samo za **dionice**. Njen pristup je osiguravanje istog nivoa transparentnosti bez obzira na to da li se akcijama trguje na uređenim tržištima, na MTF-ovima, ili van ovih sistema.

Pravila pred trgovinske transparentnosti su usklađena među uređenim tržištima i MTF-ovima, dok su sistemskim internalizatorima pružene malo drugačije odredbe koje rezultiraju manje strogim zahtjevima.

MiFID zahtijeva od uređenih tržišta (član 44) i multilateralnih sistema trgovine (MTF) da objave trenutne cijene ponuda i detalje interesa trgovine po ovim cijenama (član 29) i od sistemskih internalizatora (član 27) da objavi vrstu cijenu onih akcija kojima je dozvoljena trgovina na uređenim tržištu za koje su sistemski internalizatori kojih se mogu odrediti i za velike transakcije. Ove informacije moraju biti dostupne općoj javnosti na razumnoj trgovinskoj osnovi.

U skladu sa režimom post trgovinske transparentnosti MiFID zahtijeva od uređenih tržišta (član 45), multilateralnih sistema trgovine (MTF-ova) (član 30) i sistemskih internalizatora (član 28) da objave cijenu, količinu i vrijeme transakcije što bliže vremenu dešavanja i na razumnoj trgovinskoj osnovi. Za internalizatore, Direktiva dodaje da ovo treba takođe da bude na način koji je lako dostupan drugim učesnicima tržišta (član 28.1).

Režim MiFID-ove uredbe implementiranja (uredba implementiranja) predviđa detaljnije zahtjeve pred i post transparentnosti, uključujući i objavljivanje pred i post trgovinskih informacija koje se tiču transakcija dionica.

Odredbe članova 27, 28, 29, 30, 44 i 45 su obavezne i moraju biti unesene u crnogorsko zakonodavstvo. Uredba implementiranja je direktno obavezujućeg karaktera i ne mora biti unesena.

## 29) Član 56

U principu, MiFID predviđa da nadležni organi država članica trebaju međusobno saradivati u svrhu vršenja svojih dužnosti koje se tiču nadzora investicionih kompanija i uređenih tržišta. Ovaj naročiti član zahtijeva od nadzornih organa razmjenu informacija i saradnju u svakoj istražnoj ili nadzornoj aktivnosti. Da bi se olakšao ovaj proces jedinstveni kontakt (na nacionalnom nivou) bi trebao biti određen i saopšten ostalim državama članicama i EU Komisiji. Odredba nije opcionalna i treba se unijeti u Zakon o hartijama od vrijednosti.

Odredba paragrafa 2 člana 56 zahtijeva od nadležnih organa da zaključi sporazume o saradnji u slučajevima kada djelovanja uređenog tržišta iz jedne države članice (matične) budu od velikog značaja za funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti druge države članice (domaćina).

Odredba je obavezna i posebno ovlaštenje zaključivanja takvih sporazuma treba biti pruženo Komisiji za hartije od vrijednosti. Obzirom da je u skladu sa sadašnjim Zakonom o hartijama od vrijednosti (član 8 paragraf 17) Komisija za hartije od vrijednosti nadležna za saradnju sa drugim dotičnim institucijama u Republici i van Republike, ne bi trebalo da postoje prepreke za unošenje odredbe člana 56 paragrafa 2 Direktive.

Paragraf 4 istog člana navodi šta nadzorni organi trebaju da rade u slučajevima kada entitet koji oni ne nadziru naruži odredbe Direktive. Kada je Komisija za hartije od vrijednosti takav organ, trebala bi da ima ovlaštenja da informiše relevantan nadležni organ. Ukoliko je Komisiju za hartije od vrijednosti obavijestio organ iz druge države članice trebala bi biti u obavezi da preduzme adekvatne akcije i informiše nadležni organ koji je prosljedio informacije.

Odredba člana 56 paragrafa 6 je obavezna i mora se unijeti.

### 30) Član 57

Član 57 je obavezna odredba. Pruža mogućnost nadzornom organu jedne države članice da traži pomoć od nadzornog organa druge države članice za vršenje direktne provjere ili istrage. U ovom pogledu, Komisija za hartije od vrijednosti treba biti u mogućnosti, poslije primanja takvog zahtjeva za pomoć, da:

- (a) sama izvrši provjeru ili istragu; ili
- (b) da dozvoli organu koji je poslao zahtjev da izvrši provjeru ili istragu; ili
- (c) dozvoli revizorima ili ekspertima da izvrše provjeru ili istragu.

Izuzetak je predložen za udaljene članove uređenog tržišta. U ovom slučaju nadzorni organ uređenog tržišta se može direktno obratiti ovim udaljenim članovima. Matični supervizor ovih udaljenih članova treba biti valjano informisan.

### 31) Član 58

Ova odredba postavlja opšti princip da nadležni organi trebaju razmijeniti zahtijevane informacije zbog vršenja njihovih dužnosti. Direktiva takođe predviđa da, ukoliko organ koji je pružio informacije to zahtijeva, razmijenjene informacije mogu da se ne objave bez njegovog pristanka. Spomenuta odredba je obavezna i treba biti pažljivo razmotrena u procesu postavljanja kriterijuma u skladu sa članom 18 paragrafom 2 Zakona o hartijama od vrijednosti.

### 32) Član 59

Član predviđa slučajeve izuzetka u kojima nadležni organi mogu odbiti da sarađuju ili razmjenjuju informacije. Ova odredba je obavezna i spisak je iscrpan. Sadrži samo tri slučaja:

- (a) ukoliko saradnja ili razmjena informacija negativno utiče na suverenost, sigurnost ili javnu politiku države koja je primila informacije;

- (b) ukoliko su već započet i pravosudni procesi koji se odnose na iste akcije i ista lica pred organima države članice koja je primila informacije;
- (c) ukoliko je konačna presuda već donesena u državi članici koja je dobila informacije vezano za ista lica ili iste radnje.

### 33) Član 60

Ova odredba dalje navodi princip razmjene informacija. Član 60 zahtijeva od nadzornog organa da razmijeni posebne informacije (u odnosu na pogodnost i valjanost zahtjeva) adekvatnost zainteresovanih strana i saglasnost sa radnim uslovima) prije ovlaštenja:

- (a) filijale ili investicione kompanije ili kreditne institucije ovlaštene u drugoj državi članici; ili
- (b) filijale preduzeća a majke investicione kompanije ili kreditne institucije ovlaštene u drugoj državi članici; ili
- (c) kontrolisanih od istog fizičkog ili pravnog lica u svojstvu kontrole investicione kompanije ili kreditne institucije ovlaštene u drugoj državi članici.

U ovom pogledu, Komisija za hartije od vrijednosti s jedne strane treba da ima obavezu da potraži gore navedene informacije, a sa druge strane treba da ih pruži na zahtjev drugog nadležnog organa.

### 34) Član 61

Opšti princip postavljen MiFID-om je da investicione kompanije dostavljaju izvještaje svojim matičnim nadležnim organima. Član 61 predviđa dva slučaja izuzetka u kojima investicione kompanije pružaju informacije nadležnom organu domaćinu. U prvom slučaju nadležni organ domaćina može zahtijevati, zbog statistike, da sve investicione kompanije sa filijalama na njenoj teritoriji trebaju da podnose periodične izvještaje o svojim aktivnostima. U drugom slučaju, nadležni organ domaćina zahtijeva od filijala investicionih kompanija da pruže informacije koje su neophodne za posmatranje njihove saglasnosti sa standardima koje je postavila država članica domaćina. U ovim slučajevima, zahtjevi ne mogu biti striktniji od onih koje je ista država članica nametnula lokalnim kompanijama za nadgledanje njihove saglasnosti sa istim standardima.

Mora se napomenuti da je odredba Člana 61 opcionalna i Komisija za hartije od vrijednosti može odabrati da ne iskoristi ovu opciju.

### 35) Član 62

Član 62 predviđa mjere opreza koje nadležni organ domaćina može preduzeti u slučajevima kršenja zakona od strane investicione kompanije ili uređenog tržišta koje djeluje na njenoj teritoriji putem slobode pružanja usluga ili putem filijale.

Paragraf 1 spomenutog Člana predviđa obavezne analize akcije koje nadležni organ domaćina treba da preduzme ukoliko ima osnovu da vjeruje da su investicione kompanije iz druge države članice prekršile svoje obaveze koje su nastale iz odredbi usvojenih u skladu sa Direktivom. Kao prvi korak, nadležni organ domaćina mora podnijeti svoje nalaze matičnom nadležnom organu. Ukoliko, uprkos mjerama koje je preduzeo nadležni organ matične države

Ilanice, investicione kompanije nastave da djeluju na način koji jasno škodi interesima investitora iz države Ilanice domađina, nadležni organ domađina preduzima sve adekvatne mjere koje su potrebne da bi se zaštitili investitori. Matilni nadležni organ i EU komisija moraju biti informisani o ovim mjerama. U sluđaju matilnog nadležnog organa, informacija mora biti unaprijed pružena.

Paragraf 2 Llan 62 postavlja proceduru za sluđajeve kada nadležni organ domađina utvrdi da investiciona kompanija koja ima filijalu na njenoj teritoriji krši pravne ili regulatorne odredbe koje su usvojene u toj državi u skladu sa odredbama Direktive. U ovom sluđaju nadležni organ domađina zahtijeva od dotilne investicione kompanije da okonča ovu neregularnu situaciju.

Ukoliko dotilna investiciona kompanija ne preduzme neophodne korake, nadležni organi države Ilanice domađina preduzimaju sve adekvatne mjere da osiguraju da je dotilna investiciona kompanija okončala ovu neregularnu situaciju. Karakter ovih mjera je saopšten nadležnom organu matilne države Ilanice.

Ukoliko, uprkos mjerama koje je preduzeo nadležni organ domađina, investiciona kompanija nastavi da krši važeće pravne odredbe u državi Ilanici domađinu, mođe, nakon informisanja nadležnog organa matilne države Ilanice, preduzeti potrebne mjere da spriječi ili da kazni dalje nepravilnosti i da spriječi da ta investiciona kompanija započinje druge transakcije na njenoj teritoriji. EU Komisija o tim mjerama treba da bude informisana bez odlaganja.

### 36) Član 63

Ova odredba postavlja uslove u skladu sa kojima nadležni organ države Ilanice mođe zaključiti ugovore o saradnji sa nadležnim organom treće države. Prvi uslov je da nadležni organ treće države mora pružiti iste garancije za profesionalnu tajnovitost poput onih postavljenih u Llanu 54 MiFID-a. Drugi uslov je da razmjena informacija mora biti namijenjena za vršenje zadataka od strane nadležnih organa.

Odredba Llan 63 je obavezna i poslije njenog unoženja, Komisija za hartije od vrijednosti je biti ograničena na zaključivanje ugovora o saradnji sa nadležnim organima trećih država samo u sluđaju ispunjenja gore spomenutih zahtjeva.

## **PRILOG G**

### ***Analiza primjene odredaba MIFID-a koje se odnose na minimalni kapital investicionih društava***

Po pitanju inicijalnog kapitala potrebnog za osnivanje investicionog društva, MIFID direktiva upućuje na direktivu 93/6/EC o Adekvatnosti kapitala investicionih društava i kreditnih institucija.

Primjenjujući i odredbe ove dvije direktive, zahtjev za inicijalnim kapitalom je definisan u skladu sa uslugama koje pruža investiciono društvo, i one propisuju sljedeće:

Minimalni kapital investicionog društva ne može biti manji od:

- 125.000 eura za pružanje seta brokerskih usluga koje obuhvataju:
  - prijem i prenos naloga koji se odnose na prodaju i kupovinu finansijskih instrumenata;
  - izvršenje naloga za račun klijenta;
  - upravljanje portfoliom;
  - usluge u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa;
- 200.000 eura za obavljanje dilaerskih poslova koje se odnose na trgovanje za sopstveni račun;
- 730.000 eura za pružanje usluge pokroviteljstva u vezi sa ponudom i prodajom finansijskih instrumenata uz obavezu otkupa;
- 730.000 eura za upravljanje multilateralnim trgovačkim platformama.

Ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti (investiciona društva) kojima je Komisija za hartije od vrijednosti izdala dozvolu za obavljanje poslova:

- 1) posredovanja u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđ račun) uz naplatu provizije (brokerski poslovi),
- 2) trgovine hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni, (poslove dilera),

na dan 30.09.2013. godine imaju poljetni kapital u rasponu od 125.000 do 715.553 eura.

Banke koje imaju odjeljenja za obavljanje brokersko-dilaerskih poslova imaju poljetni kapital u rasponu od 12.214.000 do 16.006.000 eura.

Prema tome, ukoliko bi u ovom trenutku primijenili odredbe MIFID-a o minimalnom osnivačkom kapitalu a u skladu sa dozvolama koje trenutno posjeduju, **svi ovlašćeni učesnici koji obavljaju brokerske poslove zadovoljavaju uslove MIFID-a**, dok samo jedan ovlašćeni učesnik koji obavlja i dilaerske poslove trenutno ne zadovoljava minimalne uslove kapitala propisane MIFID direktivom.

| Ovlašćeni učesnik | osnovni kapital | dozvola koju pojeđuje | zadovoljava minimum za | zadovoljava minimum za |
|-------------------|-----------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
|-------------------|-----------------|-----------------------|------------------------|------------------------|

|                                                                |            |               | brokerski set<br>poslova | dilerske<br>poslove |
|----------------------------------------------------------------|------------|---------------|--------------------------|---------------------|
| <b>Bull &amp; Bear broker diler<br/>investicioni savjetnik</b> | 325.000    | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>CG broker biler</b>                                         | 715.553    | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>Marketiva broker-diler</b>                                  | 525.000    | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>First Financial Bank</b>                                    | 12.214.000 | Broker        | Da                       | /                   |
| <b>Global broker diler</b>                                     | 125.000    | Broker, diler | Da                       | <b>Ne</b>           |
| <b>Hipotekarna Banka</b>                                       | 16.006.000 | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>Invest Banka Montenegro</b>                                 | 13.844.000 | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>Market broker</b>                                           | 128.960    | Broker        | Da                       | /                   |
| <b>NK broker</b>                                               | 130.000    | Broker        | Da                       | /                   |
| <b>Podgorički broker biler</b>                                 | 126.000    | Broker, diler | Da                       | Da                  |
| <b>VIP broker-diler</b>                                        | 225.700    | Broker, diler | Da                       | Da                  |