

*Ранко П. Совиљ\**  
Институт друштвених наука, Београд  
ORCID: 0000-0002-4048-8528

## СЛИЧНОСТИ И РАЗЛИКЕ У ЕМИСИЈИ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА – ПИТАЊЕ ПРАВНЕ ОДГОВОРНОСТИ ЕМИТЕНТА\*\*

**САЖЕТАК:** Еволуција финансијског тржишта изнедрила је нове инструменте трговине – виртуелне валуте. Имајући у виду разноврсност и нехомогеност виртуелних валута, аутор је истраживао положај дигиталних токена, који се, с обзиром на својства, уподобљавају серијским хартијама од вредности. Стога се у првом делу рада сагледава емисија дигиталних валута. Централни део рада посвећен је критичком сагледавању и анализирању питања правне одговорности емитента за мањкавост проспекта, односно белог папира, с посебним освртом на круг пасивно легитимисаних лица. Циљ предметног истраживања је да се упоредном анализом укаже на сличности и разлике које прате емисије хартија од вредности и дигиталних токена. На крају, коришћењем нормативног и компаративног метода, аутор закључује да, упркос бројним предностима озаконења емисије и трговине виртуелних валута, емисију дигиталних токена пра-

---

\* soviljpesca@gmail.com, научни сарадник на Институту друштвених наука у Београду.

\*\* Рад је примљен 29. 12. 2021, измењена верзија рада достављена је 3. 3. 2022, а прихваћен је за објављивање 10. 6. 2022. године.

Рад је написан у оквиру Програма истраживања Института друштвених наука за 2022. годину који подржава Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

те ризици и поједине недоследности у поређењу са емисијом хартија од вредности.

**Кључне речи:** одговорност емитента; хартије од вредности; емисија хартија од вредности; проспекти; виртуелне валуте; дигитални токени; иницијална понуда токена; бели папир

## УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Историја финансијског тржишта, берзанског и ванберзанског пословања, сведочи нам о бројним преварама, малверзацијама и шпекулацијама, чији су главни актери, између осталог, били емитенти (издаваоци) вредносних папира. Убрзани развој технологија изнедрио је нове финансијске инструменте попут виртуелних валута (дигиталне валуте, криптовалуте). Функционисање тржишта виртуелних валута отвара низ правних питања о ризицима њихове употребе. Ови ризици произлазе, пре свега, из специфичне технолошке инфраструктуре на којој су засноване виртуелне валуте. Сходно томе, законодавна и регулаторна тела широм света суочавају се са дилемом на који начин поступити у регулисању предметне материје. Док се с једне стране од регулаторних тела очекује да испрате развој финансијског тржишта и не спутавају финансијске иновације, с друге стране, од њих се очекује да воде рачуна о интересима јавног поретка, односно очувању финансијске стабилности, а, пре свега, заштите од финансијских малверзација (попут спречавања прања новца и финансирања тероризма), као и заштите неуких улагача. С тим у вези, питање које се учестало поставља пред регулаторне органе јесте могућност примене постојећих прописа (пре свега прописа којима се регулише тржиште капитала) на различите појавне облике дигиталне имовине.

Република Србија усвојила је Закон о дигиталној имовини 29. децембра 2020. године, чиме се уврстила у ред малобројних земаља које су на законодавном нивоу регулисале емисију и промет виртуелних валута.<sup>1</sup> Имајући у виду широку распрострањеност и нехомогеност виртуелних валута, у раду ће се анализирати положај дигиталних токена (security tokens). Узимајући у обзир да њиховим имаоцима дају одређена права и обавезе, дигитални токени се уподобљавају серијским хартијама од вредности. Како се иницијалном јавном понудом виртуелних валута, односно дигиталних токена, финансира развој новооснованих компанија и стартапова, поставља се и питање примене прописа о заштити

---

<sup>1</sup> Закон о дигиталној имовини, *Службени гласник РС*, бр. 153/2020.

инвеститора и тржишта капитала. С тим у вези, решења новоусвојеног Закона о дигиталној имовини *de lege lata* и *de lege ferenda* доводе се у везу са решењима Закона о тржишту капитала у погледу одговорности издаваоца за емисију финансијских инструмената, а у циљу пружања заштите неуким инвеститорима. Предмет овог истраживања ограничава се на одређивање одговорних лица (пасивна легитимација), као и услове под којима она могу бити одговорна за извештавање јавности и објављивање и садржај проспекта, односно белог папира у емисији виртуелних валута. У том контексту, у раду ће се паралелно анализирати одговорност издаваоца за објављивање проспекта, односно издаваоца белог папира у емисији дигиталних токена, посебно указујући на потребу јасног разграничења емитентове одговорности према Закону о тржишту капитала, односно Закону о дигиталној имовини.

## ЕМИСИЈА ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА

Функционисање тржишта виртуелних валута (дигиталне имовине, дигиталних валута), које је последњих година у повоју, отвара низ правних питања о ризицима њихове употребе, који првенствено произлазе из технолошке инфраструктуре на којој су засноване. Ризици употребе дигиталних валута још нису покривени стандардизованим правним и регулаторним оквиром, премда постоје иницијативе на глобалном нивоу које су примарно усмерене на спречавање злоупотребе виртуелних валута у циљу прања новца и финансирања тероризма.<sup>2</sup> У оквиру Стратегије дигиталног финансирања ЕУ, предложена је Уредба о тржиштима криптовалута, која је тренутно у фази првог читања у Савету. Република Србија је једна од малобројних земаља која је на законодавном нивоу регулисала употребу виртуелних валута, доношењем Закона о дигиталној имовини 2020. године.

Закон о дигиталној имовини дефинише виртуелну валуту, односно дигиталну имовину као дигитални запис вредности који се може дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити и који се може користити као средство размене или у сврху улагања, при чему виртуелна валута не укључује дигиталне записе валута које су законско средство

---

<sup>2</sup> Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 396.

плаћања и другу финансијску имовину која је уређена другим законима.<sup>3</sup> Закон чини дистинкцију, те разликује две врсте дигиталне имовине – виртуелне валуте (криптовалуте) и дигиталне токене.<sup>4</sup> На основу законске дефиниције може се констатовати да је дигитална имовина добро на коме одређено лице има право својине, а то добро је дигитално забележено (у некој дигиталној бази података, попут Distributed Ledger Technology – DLT или било која друга технологија која у ту сврху може послужити), има одређену вредност, може се дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити, а сврха је размена или улагање.<sup>5</sup> Дакле, Закон је изричит да се дигитална имовина не користи за плаћање, односно да криптовалута није новац, већ се трансакција у којој се даје криптовалута за неку услугу или робу, третира као размена. *De facto*, оваква активност јесте плаћање, али *de iure* није. Институт размене искоришћен да би се задовољио став Народне банке Србије да криптовалута није новац, што неминовно имплицира њен правни положај и порески третман.<sup>6</sup>

С друге стране, издавање дигиталних токена представља начин да пословни субјекти дођу до свежег капитала, односно до средстава за реализацију својих пословних планова и стратегија путем иницијалне јавне понуде (Initial Coin Offering – ICO). Crowdfunding, односно рударење, упоредноправно посматрано иновативан и веома важан институт прикупљања свежег капитала за новоосноване компаније, вероватно је највећа погодност коју Закон о дигиталној имовини доноси за стартап компаније из Србије.

Издавалац дигиталне имовине може бити домаће или страног физичко лице, предузетник или правно лице. Емисија виртуелних валута (криптовалута) спада под надлежност Народне банке Србије, док је Комисији за хартије од вредности поверена надлежност у емисији дигиталних

<sup>3</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 2, ст. 1, т. 1.

<sup>4</sup> Закон дефинише виртуелну валуту као врсту дигиталне имовине коју није издала и за чију вредност не гарантује централна емисиона банка, нити други орган јавне власти, која није нужно везана за законско средство плаћања и нема правни статус новца или валуте, али је физичка или правна лица прихватају као средство размене и може се куповати, продавати, размењивати, преносити и чувати електронски. С друге стране, дигитални токен је врста дигиталне имовине и означава било које нематеријално имовинско право које у дигиталној форми представља једно или више других имовинских права, што може укључивати и право корисника дигиталног токена да му буду пружене одређене услуге. Закон о дигиталној имовини, чл. 2, ст. 1, т. 2. и 3.

<sup>5</sup> Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law, 301.

<sup>6</sup> Мотика, Ж. (2021). *ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини*. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).

токена. Ако дигитална имовина садржи обележја виртуелних валута и дигиталних токена, спада под надлежност обе институције.<sup>7</sup> На емисију дигиталних токена, која има сва својства финансијског инструмента, као и на секундарно трговање примењиваће се закон којим се уређује тржиште капитала. Изузетно од овог правила, неће се примењивати Закон о тржишту капитала на емисију и секундарно трговање дигиталне имовине која има особине финансијског инструмента уколико су испуњени следећи услови: 1) дигитална имовина нема одлике акција; 2) дигитална имовина није заменљива за акције; и 3) укупна вредност дигиталне имовине коју током периода од 12 месеци издаје један издавалац не прелази износ од 3.000.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према еврџу који утврђује Народна банка Србије на дан издавања, односно током примарне продаје.<sup>8</sup> Дакле, емитенти који се одлуче за емисију дигиталне имовине која кумулативно испуњава сва три наведена услова, емисију могу спровести по значајно поједностављеној процедури, испуњавајући само услове Закона о дигиталној имовини као *lex specialis*, без обавезе да поштују формално и садржински знатно строжа правила Закона о тржишту капитала. У овоме се огледа предност емисије и секундарне трговине дигиталне имовине у односу на досадашња решења Закона о тржишту капитала, са становишта предузетника и стартап компанија, будући да им је олакшан приступ новчаним фондовима.

Према предлогу Уредбе о тржиштима криптовалута издавалац виртуелних валута може бити само правно лице које нуди јавности било коју врсту виртуелне валуте, или тражи пријем виртуелне валуте на платформу за трговање виртуелним валутама, што нам недвосмислено указује да емитент није нужно творац или креатор саме виртуелне валуте. Дакле, издаваоци су економски субјекти који емитују виртуелне валуте или који пружају различите услуге у вези са различитим виртуелним валутама.<sup>9</sup> Издавање виртуелних валута може бити у форми понуде учињене јавности објављивањем белог папира или трговањем на платформама за трговање. Предлог Уредбе захтева да емитенти виртуелних валута морају бити искључиво правна лица, која су у обавези да саставе, доставе и објаве бели папир.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 10.

<sup>8</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 7, ст. 1. и 2.

<sup>9</sup> Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 435.

<sup>10</sup> Од овог правила постоје изузећа, која се односе на ситуације када није неопходно објавити бели папир: 1) виртуелна валута се нуди бесплатно; 2) виртуелна

## ОДГОВОРНОСТ ЕМИТЕНТА ЗА ИСТИНИТОСТ И ПОТПУНОСТ ПОДАТАКА У ЕМИСИЈИ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ВИРТУЕЛНИХ ВАЛУТА

### Проспект vs бели папир

Поступак јавне емисије хартија од вредности претпоставља низ правних радњи којим емитент истиче понуду и продаје хартије од вредности инвеститорима. Једна од кључних фаза у поступку јавне емисије свакако је објављивање проспекта. Проспект, као писана исправа, садржи детаљне податке о одређеној јавној емисији, које улагачи могу разумно да очекују, с обзиром на особену природу емитента и хартија од вредности понуђених на продају.<sup>11</sup> С тим у вези, проспект мора садржати све неопходне информације које, с обзиром на посебна обележја издаваоца и хартија од вредности које се јавно нуде или укључују у трговање на регулисано тржиште (берзу), односно мултилатералну трговачку платформу омогућавају инвеститорима да изврше објективну процену имовине и обавеза, правног и финансијског положаја, пословних добитака и губитака, као и потенцијалних пословних резултата издаваоца и гаранта емисије уколико постоји, као и права која проистичу из понуђених хартија од вредности.<sup>12</sup> Основна улога проспекта је заштитна, с обзиром на то да је његов основни циљ да заштити интересе потенцијалних инвеститора. Успостављањем обавезе његовог објављивања у случају упућивања јавне понуде хартија од вредности настоји се ублажити информациона асиметрија која, пре спровођења трансакције, постоји између издаваоца с једне и улагача и шире јавности, с друге стране.<sup>13</sup>

валута се аутоматски креира рударењем као награда за одржавање DLT; 3) виртуелна валута је јединствена и није замењива с другом виртуелном валутом; 4) виртуелна валута се нуди физичким и правним лицима којих је укупно мање од 150 по држави чланици ЕУ у којој та лица делују за сопствени рачун; 5) укупна вредност јавне понуде виртуелних валута у ЕУ током периода од 12 месеци не прелази милион евра, односно истоветан износ у другој валути или виртуелној валути; 6) јавна понуда виртуелних валута упућена је искључиво институционалним инвеститорима и виртуелну валуту искључиво могу поседовати институционални инвеститори. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 4 (2).

<sup>11</sup> Јовановић, Н. (2000). Обавезност јавне понуде за продају вредносних папира у међународном, упоредном и домаћем праву. *Право и привреда*, 5–8, 438.

<sup>12</sup> Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016. и 9/2020, чл. 15, ст. 1.

<sup>13</sup> Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и привреда*, 4–6, 304.

Емитент не сме злоупотребити свој положај тако што ће у проспекту неупадљиво приказати неповољне податке, истичући повољне, и на тај начин створити код улагача погрешну представу о било којој чињеници у вези са емисијом, која је значајна за оцену исплативости и ризичности куповине понуђених хартија од вредности. Уколико улагач претрпи штету услед нетачног, непотпуног или „улепшаног” проспекта (нпр. после емисије курс издатих хартија од вредности падне, кад се открије мањкавост проспекта), наступа одговорност издаваоца и његових помагача у емисији.<sup>14</sup>

Истоветно проспекту, обавеза објављивања белог папира о виртуелним валутама представља меру заштите потрошача, односно улагача. Наиме, улога састављања и објављивања белог папира у емисији виртуелних валута истоветна је улози проспекта у вези са емисијом хартија од вредности. Они имају за циљ да представе на поштен, јасан и необмањујући начин значајну количину података о емитованим виртуелним валутама, укључујући опасности које могу настати у вези са виртуелним валутама, као и о самом емитенту.<sup>15</sup>

У Предлогу Уредбе о тржиштима криптовалута наводи се да би бели папир требало да садржи детаљне информације о: издаваоцу и главним учесницима укљученим у осмишљавање и развој пројекта; самом пројекту; врсти виртуелне валуте као и разлозима због којих ће бити понуђена јавности, односно за коју ће се тражити укључење за трговање; детаљан опис обележја јавне понуде укључујући и број понуђених виртуелних валута, цене емисије, услова и одредби о претплати; детаљан опис права и обавеза повезаних за виртуелним валутама, односно процедура и услова за остваривање тих права; информације о основној технологији и стандардима које примењује издавалац виртуелне валуте, а који омогућавају држање, чување и пренос те валуте; детаљан опис ризика који се односе на емитента, виртуелну валуту, јавну понуду виртуелне валуте и имплементацију пројекта који се финансира емисијом понуђених виртуелних валута.<sup>16</sup>

С друге стране, Закон о дигиталној имовини предвиђа да је издавање виртуелних валута у Републици Србији дозвољено, без обзира на то

---

<sup>14</sup> Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 470.

<sup>15</sup> Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштита колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 441.

<sup>16</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937. Art. 5 (1).

да ли је за њу сачињен и/или одобрен бели папир.<sup>17</sup> Међутим, како Закон не успоставља обавезу издавања белог папира, тако је иста остављена као могућност емитентима.<sup>18</sup> Овде би ваљало указати да је Закон о дигиталној имовини значајно либералнији у питању обавезе објављивања белог папира, посебно имајући у виду ризичност и неизвесност која прати емисију дигиталних токена, у односу на Закон о тржишту капитала, који таксативно наводи под којим условима емитент није обавезан да сачини и објави проспекат о емисији хартија од вредности.<sup>19</sup> Узимајући у обзир ризик од делимичног или потпуног губитка уложених средстава, али и то да се на инвестирање у дигиталне токене не примењују правила којима се уређује осигурање депозита, прописи о заштити улагача, односно прописи којима се уређује заштита корисника финансијских услуга остаје упитно решење предвиђено Законом о дигиталној имовини о необавезности сачињавања и објављивања белог папира. Како не постоји обавезност објаве белог папира, остаје питање у којим ситуацијама ће се емитент одлучити да сачини и објави бели папир.

Закон одређује бели папир као документ који се објављује приликом издавања дигиталне имовине и који садржи податке о издаваоцу дигиталне имовине,<sup>20</sup> о иницијалној понуди која омогућава улагачима

<sup>17</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 16, ст. 2.

<sup>18</sup> Користећи законску могућност издавалац Владимир Павићевић, брокер из Јагодине, огласио је иницијалну понуду за куповину 7.700.000 појединачних јединица дигиталне валуте лазар. Народна банка Србије реаговала је хитним саопштењем да није издала ниједно одобрење за бели папир који се иначе објављује приликом емисије виртуелних валута, истичући да је за оглашавање противно одредбама Закона о дигиталној имовини прописана новчана казна и до пет милиона динара. На саопштење НБС, издавалац је изјавио да нема места санкционисању, позивајући се на члан 17 (ст. 2, т. 4) Закона, који допушта оглашавање иницијалне понуде дигиталне имовине за коју није одобрен бели папир уколико је вредност дигиталне имовине мања од 100.000 евра, што је у овом случају испуњено будући да је вредност дигиталне имовине лазар износила 64.245 евра. На овом примеру видимо да законска одредба о необавезности објављивања белог папира води потенцијалним злоупотребама на тржишту, али и дискреционом одлучивању надлежних надзорних органа. Више о томе доступно на: <https://www.ekapija.com/news/3337442/izdavalac-domace-kriptovalute-lazar-tvrди-da-je-sve-po-zakonu-planira-izdavanje> (приступљено: 23. 12. 2021).

<sup>19</sup> Више о томе видети: Закон о тржишту капитала, чл. 12.

<sup>20</sup> Уколико је издавалац дигиталне имовине правно лице, бели папир мора садржати следеће податке о издаваоцу: 1) пословно име издаваоца; 2) адреса седишта издаваоца; 3) правну форму организовања издаваоца; 4) матични број издаваоца; 5) назив одговарајућег регистра привредних субјеката у који је издавалац уписан; 6) број телефона и адресу електронске поште издаваоца; 7) датум оснивања и регистрације издаваоца; 8) уколико је издавалац део групе, подаци о групи и положају издаваоца унутар те групе; 9) подаци о повезаним лицима издаваоца. Уколико је издавалац физичко лице, бели папир мора садржати његово име и презиме, ЈМБГ уколико је

(инвеститорима) да донесу информисану одлуку која се односи на улагање у дигиталну имовину и разумеју ризике везане за иницијалну понуду и дигиталну имовину која се нуди. Такође, бели папир обавезно мора да садржи упозорење о ризицима карактеристичним за улагање у дигиталну имовину која је предмет иницијалне понуде.<sup>21</sup> Уколико се дигитални токени издају са циљем да се финансира емитент, односно конкретан пројекат емитента, бели папир мора да садржи појединости о планираном коришћењу прикупљених средстава. С друге стране, ако се дигитални токени емитују са циљем који није финансирање конкретног емитентовог пројекта, неопходно је то навести у белом папиру, уз одговарајуће образложење разлога за издавање дигиталних токена.<sup>22</sup>

Иницијална понуда дигиталне имовине за коју није одобрен бели папир се не може оглашавати у Републици, осим у складу са актом надзорног органа. Изузетно од овог правила, издавалац може оглашавати иницијалну понуду дигиталних токена за коју није одобрен бели папир у следећим случајевима: 1) иницијална понуда је упућена мањем броју од 20 физичких и/или правних лица; 2) укупан број дигиталних токена који се издају није већи од 20; 3) иницијална понуда је упућена купцима/инвеститорима који купују/улажу у дигиталну имовину у вредности од најмање 50.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према еврџу који утврђује Народна банка Србије на дан куповине/улагања, по купцу/инвеститору; 4) укупна вредност дигиталне имовине коју током периода од 12 месеци издаје један издавалац је мања

---

издавалац држављанин Републике Србије, а број пасоша и државу издавања пасоша уколико је издавалац странац, као и адресу електронске поште. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, *Службени Гласник РС*, бр. 69/2021, чл. 3.

<sup>21</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 20.

<sup>22</sup> У белом папиру неопходно је инкорпорисати додатне информације о правима и обавезама које произлазе из дигиталних токена: 1) детаљан опис права и обавеза која има лац дигиталног токена има према издаваоцу, односно према трећем лицу (уколико таква права постоје), а најмање опис обавеза издаваоца дигиталних токена; 2) могућност располагања дигиталним токенима, уз опис свих ограничења права располагања, 3) опис планираног метода трговине на секундарном тржишту; 4) план укључивања на постојеће платформе за трговање дигиталним токенима, односно план за формирање нове платформе за трговање дигиталним токенима (уколико постоји); 5) број дигиталних токена који се нуди, односно начин одређивања броја дигиталних токена који се нуди; 6) врста, односно својства дигиталних токена, укључујући информацију о томе да ли се дигитални токени замењују за другу дигиталну имовину и/или новац, као и да ли дигитални токени имају све или поједине одлике финансијских инструмената, а ако имају назнаку о томе који су то инструменти. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 4. и 5.

од 100.000 евра у динарској противвредности по званичном средњем курсу динара према еврџу који утврђује Народна банка Србије.<sup>23</sup>

Закон оставља могућност да надлежни орган – Комисија за хартије од вредности одбије захтев издаваоца дигиталних токена да објави бели папир из разлога које таксативно наводи (нпр. стечај издаваоца, ликвидација, садржај белог папира доводи у заблуду или је нетачан итд.) али и из додатних разлога које надлежни органи могу да утврде подзаконским актима. Тиме је за доносиоце подзаконских аката отворено питање да, у складу са својим ставовима према дигиталним токенима, уведу додатне рестрикције.<sup>24</sup>

Закон прописује да је објављивање белог папира који није одобрен у складу са законом дозвољено под условом да се приликом његовог објављивања и током иницијалне понуде дигиталних токена на коју се односи тај бели папир јасно наведе да тај бели папир није одобрен.<sup>25</sup> Издавалац дигиталних токена за чију иницијалну понуду није одобрен бели папир, нити било које треће лице, не сме ту иницијалну понуду да оглашава у штампаним и електронским медијима, на отвореним површинама и путем интернета.<sup>26</sup> Дакле, у случају да није одобрено објављивање белог папира или исто није ни тражено, па и у случају да бели папир није написан, издавање дигиталних токена није забрањено, већ је оглашавање забрањено.<sup>27</sup>

Имајући у виду одредбе Закона о дигиталној имовини које се односе на одобрење белог папира и оглашавања, сматрамо да бели папир начелно треба да постоји, не само из разлога усклађености са правилима Закона о тржишту капитала која се односе на садржај проспекта, већ, пре свега, ради слања веродостојног сигнала потенцијалним инвеститорима да иза иницијалне понуде дигиталних токена стоји професионалан тим са конкурентним производом у који су уложени значајно време и труд. Поред наведеног, уколико претпоставимо да су дигитални токени уподобљени серијским хартијама од вредности, уочавамо да је издавалац дигиталних токена у повлашћеном положају наспрам издаваоца хартија

<sup>23</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 17.

<sup>24</sup> Мотика, Ж. (2021). *ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини*. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).

<sup>25</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 17, ст. 3.

<sup>26</sup> Правилник о оглашавању иницијалне понуде дигиталних токена за коју није одобрен бели папир и оглашавању у вези са дигиталним токенима за које није одобрен накнадни бели папир, *Службени гласник РС*, бр. 69/2021, чл. 3–7.

<sup>27</sup> Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*, Belgrade: Institute of Comparative Law, 305.

од вредности будући да не постоји законска обавеза објављивања белог папира. То је додатни разлог зашто је неопходно увести обавезно објављивање белог папира, како би се омогућио равноправан положај свих учесника на тржишту.

### Одговорна лица за мањкавост проспекта, односно белог папира

Одговорност за садржај проспекта, односно белог папира настаје у случају његове манљиве садржине. Садржина проспекта, односно белог папира је манљива када није усклађена са прописима о његовој потпуности, тачности и јасности. Узимајући у обзир врсту мане, проспект може да буде непотпун, нетачан или кривотворен („улепшан“, „криво наводећи“).<sup>28</sup> Питање одговорности за садржину проспекта је комплексно и обухвата низ правних питања попут: нетачност и непотпуност проспекта, питање каузалности (узрочне везе између манљивог садржаја проспекта и наступеле штете), питање терета доказивања, лица која могу бити одговорна за садржај проспекта (пасивна легитимација), природе и принципа њихове одговорности, питање утицаја степена кривице на њихову одговорност (ако одговарају по принципу субјективне одговорности), лица која могу поднети захтев за накнаду штете (активно легитимисана лица), као и питање обима накнаде штете и застарелости захтева за накнаду штете.<sup>29</sup>

На првом месту потребно је одредити лице које је одговорно за мањкаву садржину проспекта. Како у домаћем праву, тако и у упоредном законодавству, као одговорно лице за садржај проспекта претпоставља се издавалац.<sup>30</sup> Такво решење јесте логично имајући у виду да издавалац заправо и „продукује“ информације садржане у проспекту. По правилу, издавалац је адресат обавезе објављивања проспекта, било да је реч о проспекту при јавној понуди хартија од вредности, било да је реч о

---

<sup>28</sup> Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и њивреда*, 4–6, 311.

<sup>29</sup> Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 276.

<sup>30</sup> Закон одређује издаваоца хартија од вредности као домаће или страно правно лице приватног или јавног права, које издаје или предлаже издавање хартија од вредности, а уколико се ради о депозитним потврдама, издаваоцем се сматра лице које издаје хартије од вредности које представљају те депозитне потврде. Издавалац је јавно друштво уколико испуњава бар један од прописаних услова: 1) успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија; 2) чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП и ОТП у Републици Србији. Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021, чл. 2, ст. 1, т. 99. и 100.

проспекту који се објављује приликом укључења хартија од вредности и других финансијских инструмената на регулисано тржиште (берзу), односно мултилатералну трговачку платформу.<sup>31</sup>

Закон о тржишту капитала из 2011. године предвиђа могућу одговорност за садржај проспекта у односу на широк круг лица, а да притом углавном не предвиђа услове под којима та лица одговарају за садржај проспекта. Када проспект или скраћени проспект садржи погрешне, нетачне или податке који доводе у заблуду, односно када су изостављене битне чињенице одговорност носе: 1) издавалац, директор и чланови управног одбора издаваоца, осим уколико члан управног одбора није гласао против одобрења јавне понуде;<sup>32</sup> 2) лице које упућује понуду, а није издавалац (понуђач); 3) гарант (јемац) у вези са издавањем хартија од вредности;<sup>33</sup> 4) инвестиционо друштво које пружа услуге покровитеља (енг. market maker) или агента емисије у вези са јавном понудом; 5) независни ревизори издаваоца, искључиво у вези са финансијским извештајима који су укључени у проспект, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији и 6) друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу проспекта за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим подацима (нпр. рачуновођа, адвокат).<sup>34</sup> На основу слова Закона констату-

<sup>31</sup> Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 277.

<sup>32</sup> Недавно усвојени Закон о тржишту капитала јасно прави разлику да одговорно лице за садржај проспекта може бити директор или чланови одбора директора код друштва са једнодомним управљањем, односно чланови надзорног одбора, извршни директори или чланови извршног одбора код друштва са дводомним управљањем, односно чланови управног и извршног одбора код банака, осим уколико неко од ових лица није гласало против јавне понуде и/или укључења у трговање на организовано тржиште, Закон о тржишту капитала, 2021, чл. 45, ст. 1, т. 2. Новоусвојеним Законом отклоњен је пропуст који је начињен у Закону о тржишту капитала из 2011. године, који је предвидео одговорност чланова управног одбора, што је у супротности са Законом о привредним друштвима (ЗПД) који је истовремено усвојен. Наиме, ЗПД прописује да привредна друштва немају управни одбор, већ у случају дводомног управљања поред скупштине и једног или више директора, имају и надзорни одбор. То је разлог зашто је наведена одредба ЗТК о одговорности чланова управе за мањкавост проспекта остала неприменљива у пракси. Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014. – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019. и 109/2021, чл. 198.

<sup>33</sup> Занимљиво је да је законодавац предвидео одговорност гаранта за мањкаву садржину проспекта у емисији хартија од вредности, а да притом није дефинисао ко је гарант. Гарант или јемац је лице које пружа неку врсту средстава обезбеђења (персонална или реална) у циљу испуњења обавеза које произлазе из облигационоправних хартија од вредности које емитент издаје јавном понудом.

<sup>34</sup> Закон о тржишту капитала 2011, чл. 19, ст. 1, т. 1–6. Упоредити: Закон о тржишту капитала 2021, чл. 45, ст. 1, т. 1–7.

јемо да издавалац, као и друга побројана лица, објективно одговарају за штету коју су претрпели улагачи услед мањкавости проспекта.<sup>35</sup> Наведена одредба Закона нам недвосмислено имплицира да емитент објективно одговара за штету инвеститорима, чак и када није знао за ману садржану у проспекту. Издавалац не може оспоравати одговорност непостојањем своје кривице, будући да она није услов за њено наступање.<sup>36</sup>

Када је реч о одговорности других лица (нпр. понуђача, који није истовремено издавалац, директора и чланова одбора директора издаваоца,<sup>37</sup> гаранта емисије, покровитеља или агента емисије у вези са јавном понудом хартија од вредности) Закон о тржишту капитала не садржи изричиту норму о њиховој солидарној одговорности са издаваоцем. Ипак, у недостатку посебне одредбе Закона, могу се применити општа правила Закона о облигационим односима о одговорности више лица за исту штету. Наиме, за штету коју је више лица проузроковало заједно, сви учесници одговарају солидарно.<sup>38</sup> Солидарно одговарају за проузроковану штету и лица која су је проузроковала радећи независно једно од другог, ако се не могу утврдити њихови удели у проузрокованој штети. Кад је несумњиво да је штету проузроковало неко од два или више одређених

<sup>35</sup> Јовановић, Н. (2011). Нови законодавни „муњак“ Србије у MiFID окружењу. У: *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (ур. Вук Радовић). Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 271.

<sup>36</sup> На овом месту ваљало би споменути одредбу некадашњег Закона о тржишту хартија од вредности који је предвиђао да само издавалац и покровитељ емисије одговарају објективно улагачима за штету коју претрпе услед мањкаве садржине проспекта, док, с друге стране, остала лица која су учествовала у изradi проспекта (чланови управе издаваоца, ревизор, рачуновођа, адвокат и сл.) одговарају субјективно, при чему се њихова савесност претпоставља (да су знала, односно због природе посла који обављају морала знати да су подаци наведени у проспекту нетачни или непотпуни). Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006, чл. 27, ст. 7.

<sup>37</sup> У упоредном праву постоји солидарна одговорност чланова управе са издаваоцем за штету причињену улагачима због мањкавости проспекта уколико су кумулативно испуњена два услова: да су учествовали у изradi проспекта и да су притом били несавесни, односно да су знали, или због природе посла који обављају морали знати да су подаци у проспекту непотпуни или неистинити. Право Велике Британије прописује да су сва лица која су имала положај директора у моменту објављивања проспекта одговорна. Одговорност деривира из њиховог положаја, без обзира на то да ли су или нису учествовала у изradi проспекта. Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell, 674.

<sup>38</sup> Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89. – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93, *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003. – Уставна повеља, *Службени гласник РС*, бр. 18/2020, чл. 206, ст. 1.

лица која су на неки начин међусобно повезана, а не може се утврдити које је од њих штету проузроковало, та лица одговарају солидарно.<sup>39</sup>

Емитент може бити имовинскоправно и казненоправно одговоран улагачима. Санкционисање емитента и његових помагача у емисији по основу општих кривичних дела показало се неделотворним у пракси. Општа кривична дела као што су превара, утаја, проневера темеље се на кривици учиниоца, а најчешће на његовом умишљају.<sup>40</sup> Како у трговини хартијама од вредности учествују углавном правна лица, кривица се тешко доказује. Из тог разлога, у берзанском праву се предвиђају посебна кривична дела, чији учиниоци објективно одговарају чим су извршили радњу дела, без обзира на свој психички однос према радњи и њеној последици. Тиме се пружа боља заштита улагачима, јер строже санкционисање одвраћа професионалце од тржишних злоупотреба и малверзација. Међутим, домаће берзанско право не регулише кривична дела којима би се санкционисала одговорна лица за мањкавост проспекта.<sup>41</sup>

Одговорно лице, које није издавалац, може спречити наступање своје одговорности на два начина. Прво, уколико проспект или извештај још није објављен, одговорно лице може да поднесе оставку на функцију коју обавља, чим сазна за ману проспекта, а не може да је отклони пре објављивања. Са овим начином спречавања одговорности требало би изједначити издавање писменог мишљења одговорног лица (нпр. члана одбора директора) у коме би се указало на грешке у проспекту и неслагање са истим.<sup>42</sup> Други начин у спречавању одговорности примењује се кад је одговорно лице сазнало за ману проспекта или извештаја, након

<sup>39</sup> Закон о облигационим односима, чл. 206, ст. 3. и 4.

<sup>40</sup> Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 484.

<sup>41</sup> У домаћем праву, усвајањем Закона о тржишту капитала 2011. године derogирана су кривична дела која су санкционисала одговорна лица у случају мањкавости проспекта. Наиме, према Закону из 2006. године који је уређивао тржиште хартија од вредности објављивањем мањкавог проспекта и 2) објављивање мањкавог извештаја о емитентовом пословању. Лице које у проспекту, као и у сваком другом облику јавног оглашавања а у вези са емисијом и трговином хартијама од вредности објави неистините податке о правном и финансијском положају емитента, или његовим пословним могућностима, и друге неистините чињенице које су релевантне за доношење инвестиционе одлуке, или не објави потпуне податке о тим чињеницама – казниће се новчаном казном или затвором до три године. Уколико се овим делом изазове поремећај на регулисаном тржишту (берзи), забрањена је казна затвора од једне до пет година за учиниоца. Више о томе: Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, чл. 248.

<sup>42</sup> Јовановић, Н. (2008). *Финансијска тржишта* (Васиљевић, М., Васиљевић, Б., Малинић, Д. ур.). Београд: Комисија за хартије од вредности, 467.

објављивања проспекта. Тада може да спречи своју одговорност ако јавност информише на адекватан начин да је проспект, односно извештај мањкав и да је објављен без његовог пристанка.<sup>43</sup> Уколико је одговорно лице разумно веровало у истинитост и тачност података у проспекту и извештају, чак и ако је било небитног пропуста за које је знало у часу објављивања, неће бити одговорно уколико предузме разумне кораке да грешку исправи и обавести улагаче. Такође, одговорно лице неће се сматрати одговорним уколико се поуздао у мишљење и став експерта за кога је оправдано веровало да поседује адекватну стручност и искуство.<sup>44</sup>

С друге стране, уколико поредимо решења која се односе на одговорност издаваоца дигиталних токена у односу на издаваоце хартија од вредности, запажамо да законодавац настоји да пружи адекватну правну заштиту улагачима у дигиталну имовину. Наиме, Закон о дигиталној имовини предвиђа обавезу издаваоца да интересе улагача стави испред сопствених, те да послује поштено, правично и професионално, у складу са најбољим интересима улагача. Законодавац предвиђа да све маркетиншке активности које издавалац предузме морају бити истините, јасне и не смеју доводити у заблуду потенцијалне инвеститоре.<sup>45</sup> Издаваоци дигиталне имовине су обавезни да пре успостављања пословног односа са корисником дигиталне имовине, односно пре емисије дигиталних токена обавесте улагаче о ризицима обављања трансакција с дигиталном имовином, укључујући ризик од делимичног или потпуног губитка новчаних средстава, односно друге имовине, као и о томе да се на трансакције с дигиталном имовином не примењују прописи којима се уређује осигурање депозита или заштита инвеститора, као ни прописи којима се уређује заштита корисника финансијских услуга.<sup>46</sup>

Закон о дигиталној имовини експлицитно наводи да одговорност сноси издавалац и одговорно лице издаваоца, односно заступник издаваоца уколико бели папир садржи погрешне, нетачне или податке који доводе у заблуду, односно ако су изостављене битне чињенице.<sup>47</sup> Осим

---

<sup>43</sup> Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 491. Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 284.

<sup>44</sup> Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford, 97.

<sup>45</sup> Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Закон и правна теорија колективних интереса пошрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион, 423.

<sup>46</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 15, ст. 2.

<sup>47</sup> Од поменутих лица се тражи да бели папир обавезно садржи изјаву којом изјављују да су према њиховим сазнањима подаци у белом папиру у складу са чињеницама, као и да нису изостављене чињенице које би могле да утичу на истинитост

издаваоца, одговорни за мањкавост белог папира могу бити: 1) независни ревизори издаваоца (друштво за ревизију, самостални ревизор и/или овлашћени лиценцирани ревизор), искључиво у вези са информацијама из финансијских извештаја који су укључени у бели папир, а обухваћени су њиховим извештајем о ревизији; 2) друго лице које преузме одговорност за тачност и потпуност информација у делу белог папира за који је преузело одговорност, искључиво у вези са тим информацијама (нпр. рачуновођа, адвокат).<sup>48</sup> На основу претходно наведеног, запажамо да је делокруг одговорних лица за мањкавост белог папира истоветан одредбама Закона о тржишту капитала, које се односе на одговорност независног ревизора и другог лица за мањкаву садржину проспекта.<sup>49</sup>

### **Одговорност Комисије за хартије од вредности за истинитост и потпуност података садржаних у проспекту, односно белом папиру**

Закон о тржишту капитала изричито искључује одговорност Комисије за хартије од вредности за истинитост и целовитост података наведених у било ком делу одобреног проспекта, односно скраћеног проспекта за јавну понуду или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно мултилатералну трговачку платформу.<sup>50</sup> Овакво решење сматрамо само делимично исправним. Комисија за хартије од вредности не испитује тачност наведених података садржаних у проспекту, па је искључење њене одговорности у том делу оправдано. Међутим, будући да Комисија испитује потпуност података садржаних у проспекту, с аспекта постојања или непостојања података који су као обавезна садржина проспекта предвиђени законом и подзаконским актима, искључење одговорности Комисије у том делу не може се сматрати оправданим. У том случају, требало би да одговара Република Србија, услед пропуста у обављању службене дужности лица која су запослена у Комисији за хартије од вредности, чији је оснивач Република Србија.<sup>51</sup>

и потпуност белог папира. Поред тога, бели папир обавезно садржи информације о издаваоцу, односно заступнику издаваоца. Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 9, ст. 1. и 2.

<sup>48</sup> Закон о дигиталној имовини, чл. 21, ст. 1. и 2.

<sup>49</sup> Упоредити са Законом о тржишту капитала 2021, чл. 45, ст. 1, т. 6. и 7.

<sup>50</sup> Закон о тржишту капитала, чл. 19, ст. 5. Истоветно решење предвиђено је чл. 45, ст. 7. недавно усвојеног Закона о тржишту капитала.

<sup>51</sup> Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4, 289.

Ни у упоредном законодавству не постоји јединствено решење у питању одговорности надлежног регулаторног органа на тржишту капитала. Уредба ЕУ о проспекту искључује одговорност надлежног регулаторног органа, предвиђајући да је меродавно искључиво национално право. Према слову Уредбе, државе чланице ЕУ су обавезне да њихове националне прописе о правној одговорности надлежног регулаторног тела примењују само на проспекте које је одобрило њихово надлежно тело.<sup>52</sup> Дакле, питање правне одговорности надлежног регулаторног органа на тржишту капитала препуштено је државама чланицама да аутономно уређују својим прописима.

Истоветно решење које се односи на искључење одговорности Комисије за хартије од вредности за истинитост и потпуност података наведених у проспекту прихваћено је и у емисији дигиталних токена.<sup>53</sup> Наиме, Република Србија, Комисија за хартије од вредности и други надлежни органи и органи јавне власти не сnose одговорност за било коју евентуалну штету и губитке које инвеститори и/или трећа лица претрпе у вези са улагањем у дигиталне токене који се издају.<sup>54</sup>

С тим у вези, значајно питање за све будуће пружаоце услуга повезаних са дигиталном имовином тиче се издавања дозвола и вршење надзора над спровођењем Закона. Наиме, Закон наводи да Народна банка Србије и Комисија за хартије од вредности неће имати дискреционо право приликом одлучивања, већ да ће издавати дозволе искључиво уколико утврде да су испуњени сви Законом предвиђени услови. Сасвим оправдано постављамо питање колико је постојећи кадар државне управе образован и оспособљен за одлучивање и спровођење надзора када је посреди веома осетљива област као што је емисија дигиталних токена.

---

<sup>52</sup> Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, *Official Journal of the European Union*, L 168, чл. 20, ст. 9.

<sup>53</sup> О положају Комисије за хартије од вредности видети: Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С. (2017). Улога Комисије за хартије од вредности у поступку надзора над пословањем инвестиционих друштава. У: *Правнички дани – Проф. др Славо Царић – Независности правосуђа*, XIV међународни научни скуп. Нови Сад: Правни факултет за привреду и правосуђе, 351–362.

<sup>54</sup> Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене, чл. 7, ст. 2.

## ЗАКЉУЧАК

Значај извештавања јавности о планираним и предузетим инвестицијама је неопходан. Прикривање података, односно давање неистинитих и непотпуних података у проспекту / белом папиру и извештају, као и неблагоприятно објављивање извештаја издаваоца хартија од вредности / виртуелних валута може имати несагледиве последице не само на предметну емисију и трговину, већ и на целокупно финансијско тржиште једне земље. Стога је било неопходно правно уредити емисије хартија од вредности, односно виртуелних валута одређивањем услова под којима емитенти и друга одговорна лица одговарају за мањкавост емисије.

Усвајањем Закона о дигиталној имовини, Србија се позиционирала међу малобројним државама са детаљним правним, али и пореским оквиром, који регулише употребу виртуелних валута. Тиме се трасира пут за развој иновација, привлачење страног знања и капитала, што би неминовно требало да допринесе даљем развоју индустрије дигиталне имовине. С обзиром на то да је држава увидела могућности које доноси емисија и трговина виртуелних валута, сва је прилика да се развије финансијско тржиште дигиталне имовине, те да се тиме надомести јаз који прати тржиште капитала последњих 30 година. Наравно, остаје да се види до које мере ће надлежни органи бити у стању да са постојећим техничким, али и кадровским ресурсима испрате примену Закона у пракси, нарочито имајући у виду децентрализованост блокчејн технологије.

## ЛИТЕРАТУРА

- Davies, P. (2003). *Gower and Davies' The Principles of Modern Company Law*, Seventh edition. London: Sweet & Maxwell.
- Јованић, Т. (2021). Криптовалуте као нов изазов заштите потрошача. У: *Заштитна колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион.
- Јовановић, Н. (2000). Обавезност јавне понуде за продају вредносних папира у међународном, упоредном и домаћем праву. *Право и привреда*, 5–8.
- Јовановић, Н. (2008). *Финансијска тржишта* (Васиљевић, М., Васиљевић, Б., Малинић, Д. ур.). Београд: Комисија за хартије од вредности.
- Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Јовановић, Н. (2011). Нови законодавни „мућак“ Србије у MiFID окружењу. У: *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније* (Вук Радовић ур.), Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.

- Марјански, В. (2010). Недостаци проспекта. *Право и привреда*, 4–6.
- Марјански, В. (2013). Лица одговорна за садржај проспекта. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, 4.
- Мотика, Ж. (2021). ИЦО у Србији – Издавање дигиталне имовине по Закону о дигиталној имовини. Доступно на: <https://lawlife.rs/index.php/pravo/178-ico-u-srbiji-izdavanje-digitalneimovine-po-zakonu-o-digitalnoj-imovini> (приступљено: 10. 12. 2021).
- Правилник о белом папиру и накнадном белом папиру који се односи на дигиталне токене. *Службени гласник РС*, бр. 69/2021.
- Правилник о оглашавању иницијалне понуде дигиталних токена за коју није одобрен бели папир и оглашавању у вези дигиталних токена за које није одобрен накнадни бели папир. *Службени гласник РС*, бр. 69/2021.
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937.
- Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. *Official Journal of the European Union*, L 168, čl. 20, st. 9.
- Smith, D. (1999). *Company law*. Butterworth, Heinemann, Oxford.
- Совиљ, Р., Стојковић-Златановић, С. (2017). Улога Комисије за хартије од вредности у поступку надзора над пословањем инвестиционих друштава. У: *Правнички дани – Проф. др Славко Царић – Независности правосуђа*, XIV међународни научни скуп. Нови Сад: Правни факултет за привреду и правосуђе.
- Sovilj, R. (2021). Legal Aspects of Digital Asset Market in the Republic of Serbia. In: *Regional Law Review*. Belgrade: Institute of Comparative Law.
- Horvath, A. (2021). Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-assets. У: *Заштити колективних интереса потрошача*. Београд: Правни факултет – Универзитет Унион.

### Правни извори

- Закон о дигиталној имовини, *Службени гласник РС*, бр. 153/2020.
- Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89. – одлука УСЈ и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93, *Службени лист СЦГ*, бр. 1/2003. – Уставна повеља, *Службени гласник РС*, бр. 18/2020.
- Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014. – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019. и 109/2021.
- Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011, 112/2015, 108/2016. и 9/2020.
- Закон о тржишту капитала, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.
- Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006.