

DIGITAL FINANCE IN EUROPE: LAW, REGULATION, AND GOVERNANCE

Emilios Avgouleas, Heikki Marjosola (eds), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, European Company and Financial Law Review: Special Volume 5, De Gruyter, Berlin – Boston, 2022, p. 292

Зборник „Дигиталне финансије у Европи: право, регулатива и управљање” састоји се од укупно осам целина, које разматрају различите аспекте дигиталних финансија. Уредници *Emilios Avgouleas* и *Heikki Marjosola* успели су да на веома убедљив начин кроз збирку анализа укажу на рапидне трансформације у функционисању тржишта финансијских услуга, као и на експанзију коришћења дигиталних инструмената. Из Зборника произилази један вредан закључак. Наиме, актуелни развој дигитализације може се приписати пандемији коронавируса, која је по природи ствари довела до бројних изазова и проблема, али и до иновација у регулацији и функционисању финансијског тржишта. У новонасталим условима финансијска тржишта, а нарочито тржишта капитала, делују кроз нове технолошке приступе који укључују дигитализацију, и аутори овог Зборника указују нарочиту пажњу на то сагладавајући читаву комплексност, али и предности коришћења различитих дигиталних модела у међународној пракси. С тим у вези, они износе и одређене оптималне предлоге за будуће правце реформе права ЕУ у области дигиталних финансија.

У том смислу, први рад у Зборнику „Дигиталне финансије у Европи: право, регулатива и управљање” посвећен је анализи могуће трансформације финансијског тржишта. Рад под називом – *Governing the Digital Finance Value-Chain in the EU: MIFID II, the Digital Package, and the Large Gaps between!* – препознаје два главна правца ове трансформације: први се манифестује кроз финансирање платформи којима управљају велике финансијске институције, попут Блек Рока (*Black Rock*), док, с друге стране, имамо „радикалну демократизацију” оличену у *DeFi (Decentralized Finance)* протоколима.¹ Аутори дају детаљне смернице како би требало даље уредити функционисање тржишта, и то не само кроз прилагођавање MIFID II Директиве (Директива о

¹ Dirk A. Zetsche, Douglas W. Arner, Ross P. Buckley, “Decentralized Finance”, *Journal of Financial Regulation*, Vol. 6, Nr. 2/2020, pp. 172–203.

тржишту финансијских инструмената 2014/65), већ и кроз одређене корекције у погледу предложеног *DLT* пилот режима (*Distributed Ledger Technology Pilot Regime*).

Аутори другог чланка – *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation?* – истражују сегмент тржишног кредитирања. Наиме, иако су технолошке иновације поспешиле могућност тржишног кредитирања, и тиме створиле нове могућности за прикупљање капитала, нарочито за мала и средња предузећа како би се умањиле нуспојаве, потребно је на уједначен начин уредити ова питања на нивоу ЕУ. Даље су изнети аргументи зашто би платформе које укључују нове технолошке карактеристике требало посебно уредити, а затим су изнете и критике на рачун Предлога уредбе о европским пружаоцима групног финансирања (*EU Regulation on European Crowdfunding Services Providers (ECSP)*).

Трећи рад под називом – *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA* – бави се дигиталним понудама и обавезним објављивањем информација. У овом чланку се критикује приступ који подразумева да се у случају иницијалне понуде кованица (*Initial Coin Offerings*), и иницијалне понуде за размену (*Initial Exchange Offerings*), публикују документа слична проспекту који се објављује у случају традиционалне јавне понуде хартија од вредности. Аутори су врло критички настројени према обавезном објављивању информација, те чак сматрају да не само да не треба усвојити посебан режим објављивања, сличан оном за проспекте у случају „традиционалних” јавних понуда хартија од вредности, већ да би требало озбиљно размотрити могућност да се било каква обавеза која би личила на обавезу објављивања проспекта избегне у одређеним случајевима (примера ради, у случају блокчејн стартапова).

Четврти рад – *Algorithmic Trading and the Limits of Securities Regulation* – посвећен је трговању путем алгоритама и ограничењима регулативе тржишта капитала у том контексту. Наиме, од 2010. године и великог краха алгоритамска трговина и високофреквентна трговина биле су у центру пажње регулатора и предмет различитих регулаторних иницијатива.² Аутор сматра да би се морало више водити рачуна о емпиријским доказима у случају регулаторних интервенција и да су „фина подешавања” неопходна, те је пожељно тражити алтернативу традиционалном приступу, али исто тако је потребно бити опрезан када је реч о регулаторним интервенцијама у

² Pierre-Henri Conac, “Algorithmic Trading and High Frequency Trading”, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR* (eds. Danny Busch, Guido Ferrarini), Oxford University Press, Oxford, 2017, pp. 469–486.

случају где не постоје јасни емпиријски докази који говоре у прилог потребе да се такве интервенције спроведу.

У петом прилогу – *Responsible AI Credit Scoring – A Lesson from Upstart.com* – аутори разматрају питање коришћења вештачке интелигенције приликом кредитног бодовања. Наиме, супротно традиционалном начину процењивања кредитне способности, модерне *FinTech* компаније доносе одлуке користећи вештачку интелигенцију и машинско учење за процену кредитне способности, користећи алтернативне податке попут банкарских активности и историје образовања. Тиме се омогућава да кредит буде одобрен и лицу којем не би био одобрен коришћењем стандардних метода процене кредитне способности. Поменути приступом постављају се питања у вези са проблемима приватности података и дискриминације у погледу одобравања зајмова. Такође, отвара се питање у вези контроле ризика и квалитета.

Шести прилог – *Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU-Mixed Implications and the Missing Link of Digitalisation* – настоји да укаже на недостатак у вези између одрживог финансирања и дигиталних финансија. У раду се најпре разматра питање укључивања одрживих финансија у ЕУ, те у том смислу и контекст политике у вези са мобилизацијом инвестиционих посредника у вези са одрживим ризицима и одговорност посредника. Други део рада бави се повезивањем са јединственим дигиталним тржиштем финансија, нарочито интегрисањем циљева одрживости у инвестиционо саветовање и робо-савет.

Претпоследњи рад – *Digital Financial Markets and (Europe's) Private Law – A Case for Regulatory Competition?* – разматра могућности да дигиталне финансије доведу до регулаторног такмичења. Другим речима, ова анализа преиспитује улогу приватног права и уговарања у односу на дигиталне финансије. Аутор детаљно разматра услуге плаћања, спољне пословне моделе (*outsourcing*), групно позајмљивање (*crowdlending*), робо-савет и блокчејн апликације као примере где је веза између регулативе финансијског тржишта ЕУ и приватног права најочигледнија. У закључку се износи став да Европска комисија прећутно подстиче државе чланице да саме развију правила којима би се испунила празнина, чиме се уједно подстиче и регулаторна конкуренција између држава чланица. Премда такав приступ има одређених предности, недостаци приступа су нарочито видљиви у односу на питање одговорности и заштите података.

На крају, последњи чланак – *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project* – надовезује се на претходни, те разматра питања хармонизације и улоге приватног права. Иако се истиче да је иновативни приступ у регулисању пожељан, такође се сматра да је неопходно имати у виду циљеве хармонизације, и то, нарочито, када је реч о

сегменту ефикасне заштите права улагача и компатибилности правних система. Аутор сматра да би било пожељно да испита могућност свеобухватнијег усклађивања материјалних права у контексту права власника тзв. „токена“.

Зборник радова „Дигиталне финансије у Европи: право, регулатива и управљање“ један је од првих у области права дигиталних финансија. Посебну вредност Зборника представља мноштво актуелних тема које обрађује, а које покрећу велики број питања и дилема на које аутори пружају адекватне одговоре са предлозима и предикцијама које могу бити од значаја за регулацију дигиталних финансија – области која је у великој експанзији и која захтева правовремен и ваљан одговор. Зборник, стога, на успешан начин покрива различите аспекте дигиталних финансија, што омогућава читаоцима да се на један веома пријемчив начин упознају са развојем ове стручне проблематике. Коначно, Зборник представља и одличну основу за све који намеравају да се ближе упознају и баве овом облашћу у теорији или пракси.

Милена МИТРОВИЋ