

**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ**  
**ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ**

**Надлежност Европске централне банке у  
околностима дигиталне револуције: пример  
дигиталног евра  
(мастер рад)**

**Ментор:**

**Марко Димитријевић**

**Студент:**

**Ксенија Димитријевић,**

**Бр.индекса: М005/22-ИТ**

**Ниш 2025.**

## Садржај:

УВОДНЕ НАПОМЕНЕ.....	1
I. ПРАВНИ ПОЛОЖАЈ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ .....	5
1. Обележја мандата Европске централне банке .....	5
2. Примарни мандат Европске централне банке .....	12
3. Секундарни мандат Европске централне банке.....	15
4. Утицај дигиталне револуције на поимање концепта надлежности Европске централне банке.....	17
II. ЗНАЧАЈ КОНЦЕПТА ДИГИТАЛНЕ ИМОВИНЕ У МОНЕТАРНОМ ПРАВУ ЕУ ..	20
1. Кратак осврт на развој дигиталне имовине у упоредној монтераноправној пракси 20	
2. Значај дигиталне имовине за оптимално нормативно регулисање концепта пословних и банкарских финансија .....	24
3. Таксономија дигиталне имовине (дигитални јавни новац) и позиција централне банке.....	28
III. О НЕОПХОДНОСТИ ПРАВНОГ РЕГУЛИСАЊА И ИЗДАВАЊА ДИГИТАЛНОГ ЕВРА	31
1. Правни оквир за издавање дигиталног евра у монетарном законодавству Европске уније.....	31
1.1. <i>Примарна и секундарна монетарна легислатива у функцији подршке дигиталним иновацијама и заштите корисника финансијских услуга .....</i>	<i>31</i>
1.2. <i>Потреба за новелацијом монтераноправних прописа .....</i>	<i>33</i>
2. Трошкови и користи издавања дигиталног евра у пракси .....	34
3. Утицај дигиталног евра на будуће обликовање надлежности централних банака 36	
ЗАКЉУЧАК.....	39

## УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

“Овде у Европској централној банци (ЕЦБ) радимо на одржавању стабилних цена у еврозони. То радимо како бисте сутра својим новцем могли да купите онолико колико можете данас.”<sup>1</sup> је прва реченица која се може видети приликом посете званичне веб странице Европске централне банке. ЕЦБ као кључна институција унутар Европске уније (ЕУ) одговорна је за управљање евром и за надгледање монетарне политике еврозоне. Примарни циљ монетарне политике је одржавање стабилности цена у еврозони. Монетарна политика диктира висину каматних стопа и утврђује мере ради постизања циљне инфлације ЕЦБ прати банкарски систем и финансијска тржишта како би осигурала стабилност и ублажила ризике који би могли утицати на економију држава чланица. У оквиру своје функције издавања валуте (евра), ЕЦБ је у новембру 2023. године ушла у припремну фазу и “поставила темеље за потенцијално издавање дигиталног евра. Ово укључује финализацију правилника о дигиталној шеми евра и одабир провајдера који би потенцијално могли да развију платформу и инфраструктуру дигиталног евра. Припремна фаза укључује опсежно тестирање и експериментисање, као и редовну размену са јавношћу и другим заинтересованим странама, како би се осигурало да дигитални евро задовољи потребе корисника и захтеве Евросистема”<sup>2</sup>.

Увођење дигиталног евра је одговор ЕЦБ-а на нову еру у друштвеним односима коју носи свеprisутна дигитална револуција. ЕЦБ истражује потенцијално увођење дигиталног евра, са циљем да унапреди системе плаћања и одговори на изазове које представљају приватне дигиталне валуте и смањење употребе готовине.

Надлежност ЕЦБ-а као врховне монетарне институције Европске уније у околностима дигиталне револуције мора бити заснована на нормативно ефикасним и конзистентним правним решењима (како у оквиру дефинисања примарног, тако и секундарног мандата) која јој омогућавају вршење функције чувара монетарне стабилности, са једне стране али и улоге главног креатора монетарних и финансијских иновација, са друге стране. У том смислу, у мастер раду се жели идентификовати и утврдити правни основ ЕЦБ-а за издавање дигиталног евра као новог облика сувереног јавног новца, и то идентификовањем и анализом меродавних одредаба из домена извора примарног и секундарног монетарног законодавства Европске уније (ЕУ) којима је

---

<sup>1</sup>Званична web презентација Европске централне банке преузето: 10.4.2024. године, <https://www.ecb.europa.eu>.

<sup>2</sup>*Ibidem*, преузето: 10.4.2024. године, [https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/progress/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/index.en.html)

регулисана предметна материја и уједно формулисати ставови, како, о њиховој нормативној, тако и о економској (не)ефикасности уз истовремено сагледавање њиховог утицаја на процес нормативног регулисања монетарних и пословних финансија у пракси.

Рад на увођењу дигиталног евра се може посматрати и као својеврсна реакција на нова друштвена кретања. Као што “компанија мора да прати развој тржишта и трендове, или ће је у супротном преплавити конкуренција”<sup>3</sup>, слично је и ЕЦБ реаговала на пандемију КОВИД-а, којом приликом је спровела значајне мере укључујући Пандемијски хитни програм куповине за подршку привреди<sup>4</sup>, како би одржала стабилност и спречила драстичне осцилације вредности евра. Дигитални евро се може посматрати и са аспекта импликација климатских промена у оквиру спровођења монетарне политике ЕЦБ-а. Промена потражње за готовином би била логична последица увођења дигиталног евра. Померање ка дигиталним трансакцијама може да промени начин на који се готовина користи, нарочито у погледу обима и учесталости употребе. ЕЦБ игра кључну улогу у европској економији, балансирајући свој мандат одржавања стабилности цена са изазовима који се развијају дигитализацијом и финансијским иновацијама у оквирима глобалних економских померања. Њене иницијативе, као што је потенцијални дигитални евро, показују њену посвећеност прилагођавању финансијском окружењу које се брзо мења. Но увођење дигиталне валуте није једини облик дигиталне имовине о којој се може дискутовати пред органима ЕЦБ-а.

Правни положај ЕЦБ-а дозвољава да у оквиру свог примарног и секундарног мандата поново разматра концепт надлежности имајући у виду продукте дигиталне револуције. Функције и задаци ЕЦБ-а се константно мењају и већ је могуће правити упоредни историјски преглед под крилатицом “некад и сад”. Посматрајући реакције ЕЦБ-а кроз историју, потреба издавања дигиталног јавног новца у монетарном поретку Европске уније и предвиђање импликација је била очекивана. У овом раду, аутор ће се на самом почетку бавити управо овим питањима.

Надаље, аутор ће дати кратак осврт на развој дигиталне имовине у упоредној монетарној правној пракси, указати на значај дигиталне имовине за оптимално нормативно регулисање концепта пословних и банкарских финансија, као и на

---

<sup>3</sup> Ž. Dimitrijević, "Does IT Revolution Force States to Erase Fundamental Principles of Knowledge Management?", *PaKSoM*, 2021, p. 112.

<sup>4</sup> Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17).

таксономију дигиталног јавног новца. Иако је дигитална имовина појам који је свеprisутан у свим порам друштва целог света, аутор ће се у раду посебно бавити нужношћу правног регулисања тог појма у делу дигиталног евра, а нарочито: правним оквиром за издавање дигиталног евра у монетарном законодавству, примарном и секундарном монетарном легислативом у функцији подршке дигиталним иновацијама и заштите корисника финансијских услуга, потребом за новелацијом монетарноправних прописа, пројекцијом трошкова и користи издавања дигиталног евра у пракси, као и потенцијалним утицајем дигиталног евра на будуће обликовање надлежности централних банака. На послетку, аутор ће изнети главне закључке истраживања и указати на коришћену литературу.

Приликом израде рада примарно је коришћен догматски метод ради откривања садржине норми посвећених проблематици надлежности Европске централне банке у савременом монетарном праву. Социолошким и историјским методом указано је на друштвене узроке који су условили настанак, развој и коначно уобличавање њене надлежности у преиоду пре и након захтева интензивне примене информационих технологија у монетарним и банкарским финансијама. Ради лакшег утврђивања основних и споредних циљева норми којима се регулише проблематика дигиталног евра, у раду је употребљен аксиолошки метод.

Идеја водилја аутора приликом израде рада била је да се систематски и аналитично представе најважнији изазови у предстојећем поступку издавања дигиталног евра од стране ЕЦБ-а који претходно мора бити неупитно и јасно дефинисан у оквиру њеног мандата, јер у условима дигитализованог друштва и интензивне примене информационих технологија на пословне и банкарске финансије, потреба за издавањем дигиталног евра (који би имао карактеристике светског новца) ово питање чини веома актуелним како у академији, тако и у пракси. У том смислу, кроз рад се желе формулисати и ставови о томе како ЕЦБ (као пример добре праксе у јавном монетарном менаџменту), паметним приступом у регламентирању савремених монетарних токова прати захтеве дигитализације али на начин који чува правну сигурност у банкарском промету и штити права корисника финансијских услуга, обезбеђује правну предвидивост и заштиту осетљивих финансијских података. Надлежност ЕЦБ-а у контексту дигиталног евра илуструје њену адаптивну улогу у дигиталној економији. Бавећи се регулаторним изазовима, унапређујући системе плаћања и осигуравајући поверење потрошача, ЕЦБ може да искористи дигиталну

револуцију као иницијатора за редефинисање циљева монетарне политике и додатну подршку стабилности финансијског система еврозоне.

# I. ПРАВНИ ПОЛОЖАЈ ЕВРОПСКЕ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

## 1. Обележја мандата Европске централне банке

Европска централна банка (ЕЦБ) је значајно напредовала у свим сегментима и правцима деловања од свог оснивања до данас. Прилагођавајући се различитим економским изазовима и играјући кључну улогу у одржавању монетарне стабилности у еврозони, рад ЕЦБа одражава шире трендове европских интеграција и текуће напоре да се створи снажна монетарна унија. Настанак ЕЦБ се уско повезује са развојем Европске монетарне уније (ЕМУ) и увођењем евра. Успостављање европског монетарног система и Мастрихтски споразум<sup>5</sup> (1991) успостављају оквир за ЕМУ и постављају критеријуме које државе чланице морају да испуне да би као валуту плаћања усвојиле еврo.

ЕМУ је значајно достигнуће у европским интеграцијама, пружајући оквир за економску сарадњу и заједничку валуту међу државама чланицама. Иако се суочила са изазовима, ЕМУ је и даље неопходна за промовисање стабилности, раста и кохезије у еврозони. Има за циљ координацију економске и монетарне политике међу државама чланицама ЕУ које су прихватиле еврo као валуту плаћања. Један од примарних циљева је одржавање стабилности цена широм еврозоне, и обезбеђивање ниске и стабилне инфлације.<sup>6</sup> Да би тај циљ био достигнут, ЕМУ стреми и другим комплементарним циљевима и труди се да усклади економске политике држава чланица, промовишући одрживи економски раст и запошљавање. Заједничка валута олакшава трговину и улагања међу државама чланицама елиминишући ризике и трошкове курса што додатно релаксира привредна кретања и међусобну размену роба и услуга. ЕМУ се може посматрати као стално развијајућа творевина. Почетак деведесетих година

---

<sup>5</sup> Споразум из Мастрихта, формално познат као Уговор о Европској унији (ТЕУ), потписан је 1992. године и поставио је темеље за Европску монетарну унију (ЕМУ) и увођење евра. Споразум из Мастрихта поставио је оквир за ЕМУ, наводећи кораке за прелазак држава чланица на јединствену валуту. Увео је процес у три фазе за постизање монетарне уније, који је кулминирао усвајањем евра. Према споразуму, да би се квалификовале за чланство у ЕМУ и усвојиле еврo, земље морају да испуне специфичне критеријуме економске конвергенције, које се често називају критеријумима из Мастрихта: стабилност цена (стопе инфлације не би требало да буду више од 1,5 процентних поена више од просека три земље чланице ЕУ са најбољим учинком), буџетски дефицит државе чланице не би требало да прелази 3% њеног БДП-а, а њен јавни дуг не би требало да прелази 60% БДП-а, државе чланице морају да учествују у механизму девизног курса (ЕРМ ИИ) најмање две године без озбиљних тензија, дугорочне каматне стопе морају бити стабилне и унутар одређеног распона у односу на најниже стопе међу државама чланицама. Више о монетарној интеграцији видети у: С. Голубовић, *Европска монетарна унија - Институционални аспекти*, Ниш, Центар за Публикације Правног факултета, 2007, стр. 26-28.

<sup>6</sup> Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union Protocol (no 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, OJ C 202, 7.6.2016, p. 230–250.

прошлог века, обележило је уклањање препрека слободном кретању капитала и успостављање Европског монетарног института (ЕМИ) ради припреме за увођење евра.

ЕМИ је својеврсни претходник ЕЦБа и одиграо је кључну улогу у успостављању ЕМУ и евра. ЕМИ је основан 1994. године, након Уговора из Мастрихта.<sup>7</sup> Примарни циљ је био припрема за прелазак на јединствену валуту и оснивање ЕЦБа, и имао је задатак да координира монетарну политику међу државама чланицама ЕУ. ЕМИ је олакшао сарадњу између националних централних банака како би ускладиле њихове монетарне политике и економске стратегије; надгледао је процес усклађивања држава чланица са критеријумима конвергенције из Мастрихта, који су били неопходни за усвајање евра. Истовремено, спроводио је истраживања о економским и монетарним питањима, доприносећи развоју стабилног монетарног оквира за еврозону. ЕМИ је распуштен 1998. године када је основана ЕЦБ. С обзиром да је ЕЦБ преузела све функције ЕМИ-а, ЕЦБ је преузела кључну улогу у вођењу монетарне политике ЕУ.

Стварањем ЕЦБ-а и Европског система централних банака (ЕСЦБ) од држава чланица се захтевало да постигну одређене критеријуме економске конвергенције (тзв. Мастрихтски критеријуми)<sup>8</sup>. Првог јуна 1998. године, ЕЦБ је званично основана у Франкфурту (Немачка), заједно са ЕСЦБом. Примарни циљ ЕЦБа приликом стварања је био да одржи стабилност цена у еврозони, односно на тржиштима првих 11 земаља ЕУ које су од 01.01.1999. године прихватиле евро као електронску валуту за своја финансијска тржишта.

Од свог оснивања, улога ЕЦБ-а се проширује и утицај константно јача. Првог јануара 2002. године уведене су новчанице и ковани новац евра, а евро је постао званична валута за земље учеснице. ЕЦБ није остала имуна на различите финансијске изазове, укључујући глобалне финансијске кризе и одржавање финансијске стабилности у еврозони. Током светске економске кризе<sup>9</sup> 2007-2008 ЕЦБ спроводи мере

---

<sup>7</sup> С. Голубовић, *op.cit.*, стр. 40.

<sup>8</sup> ЕСЦБ се састоји од ЕЦБ и националних централних банака (НЦБ) свих држава чланица ЕУ без обзира да ли су усвојиле евро или не. Више видети на: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>

<sup>9</sup> Светска економска криза из 2007. године, која се често назива и глобална финансијска криза (ГФЦ), означила је значајну прекретницу у глобалној економији. Наиме, почетком 2000-их, САД су доживеле финансијски бум на стамбеном тржишту, подстакнут ниским каматним стопама, slabим стандардима кредитирања и порастом хипотекарних зајмова. Финансијске институције су развиле сложене финансијске производе, као што су хипотекарне хартије од вредности и колатерализоване дуговне обавезе, који су се заснивали на овим другоразредним хипотекама. Многи зајмопримци са лошом кредитном историјом добијали су кредите које нису могли да приуште, што је довело до високих стопа неизвршења обавеза када су цене станова почеле да опадају. Како није било довољног надзора над финансијским институцијама и тржиштима, што је омогућило да се ризичне праксе позајмљивања шире. Међусобна повезаност глобалних финансијских тржишта условила је да се проблеми на тржишту некретнина у САД брзо прошире на друге земље. Најпре су се 2007. године појавили знаци проблема



за решавање утицаја финансијске кризе, укључујући снижавање каматних стопа и обезбеђивање ликвидности банкама. Током кризе државног дуга 2010. године, ЕЦБ је имала централну улогу у решавању дужничке кризе у еврозони спровођењем различитих мера, укључујући Програм директних монетарних трансакција (енг. Outright Monetary Transactions) и Програм куповине средстава (енг. Asset Purchase Programs).

Током кризе државног дуга, односно, кризе грчких јавних финансија која се брзо проширила на друге земље еврозоне, ЕЦБ је спроводила мере у свом пуном мандату. Наиме, Грчка се до 2010. суочила са порастом нивоа јавног дуга, који је премашио 140% њеног БДП-а, углавном због година буџетског дефицита (тј. непоштовања претходно утврђених фискалних правила), лошег економског управљања и глобалне финансијске кризе која је погоршала њену фискалну ситуацију.<sup>10</sup> Инвеститори су почели да сумњају у способност земље да отплати своје дугове, што је довело до повећања приноса на обвезнице и повећања трошкова задуживања. Крајем 2009. новоизабрани премијер *Јорџос Папандреу* (Γεώργιος Παπανδρέου) открио је да је дефицит Грчке много већи него што је раније пријављено, што је изазвало узбуну међу инвеститорима и званичницима ЕУ.<sup>11</sup> Да би спречила неизвршење обавеза, Грчка је тражила финансијску помоћ од Европске уније (ЕУ) и Међународног монетарног фонда (ММФ). У мају 2010. договорен је пакет помоћи од 110 милијарди евра, под условом да се спроведу строге мере штедње. Спашавање је захтевало од Грчке да примени оштре мере штедње, укључујући повећање пореза, смањење пензија и отпуштања у јавном сектору, у циљу смањења буџетског дефицита.<sup>12</sup> Ове мере довеле су до распрострањених протеста и штрајкова широм Грчке. Забринутост око фискалне стабилности Грчке проширила се на друге земље еврозоне, посебно Ирску, Португал,

---

како су заостајање за хипотекама и повраћај имовине у већем обиму. Финансијске институције са значајном изложеношћу другоразредним хипотекама почеле су да трпе значајне губитке. Криза се интензивирала колапсом великих финансијских институција, као што је *Lehman Brothers*, у септембру 2008. године, што је изазвало широко распрострањену панику на глобалним тржиштима. Криза је довела до озбиљне глобалне рецесије, при чему су многе економије доживјеле значајни пад БДП-а, растућу незапосленост и пад потрошње. Том приликом су пале светске берзе и многе банке су се суочиле са неликвидношћу, што је довело до владиних спасавања и интервенција. Као одговор на светску економску кризу централне банке широм света, укључујући Федералне резерве и Европску централну банку, спроводиле су агресивну монетарну политику, укључујући снижавање каматних стопа и квантитативно ублажавање (куповину државних и хипотекарних хартија од вредности да би како би подстакле ликвидност привреде.

<sup>10</sup> О значају фискалних правила погледати: С. Голубовић, *Фискална правила у Европској монетарној унији*, Студентски културни центар, Ниш, 2012, стр. 61-71.

<sup>11</sup> Видети више на: <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/runaway-train-greece-sounds-alarm>, доступно на дан: 10.10.2024. године.

<sup>12</sup> Council implementing decision (EU) 2015/1181 of 17 July 2015: on granting short-term Union financial assistance to Greece, Official Journal of the EU, 18 July 2015.

Шпанију и Италију. Инвеститори су почели да истражују ниво свог дуга и економске услове, што је довело до повећаних трошкова задуживања за ове земље. Као одговор на кризу, ЕУ је успоставила Европски стабилizacionи механизам (енг. European Stability Mechanism - ESM) 2012. године како би пружила финансијску помоћ државама чланицама у невољи.<sup>13</sup> У пракси, ЕСМ функционише независно од институционалног оквира ЕУ. Финансира се доприносима земаља чланица еврозоне, са укупним уписаним капиталом од преко 700 милијарди евра. Овај капитал му омогућава да пружи финансијску помоћ и искористи додатна средства. ЕСМ може пружити различите облике финансијске помоћи, укључујући програме финансијске помоћи (условни зајмови земљама које се обавезују на спровођење конкретних економских реформи), финансијску помоћ из предострожности за земље које се могу суочити са изазовима, али нису у тренутној невољи, као и директну докапитализацију банака са циљем стабилизације банкарског сектора без повећања националног дуга.<sup>14</sup>

ЕЦБ испуњеност уговорних одредаба прати као и ММФ. Да би примиле помоћ, државе претходно морају да пристану на спровођење низа економских реформи и фискалних мера. У том смислу ЕЦБ остварује директну надзорну улогу. Услови помоћи су осмишљени да обезбеде да се земља прималац позабави основним питањима која су довела до кризе, промовишући фискалну одговорност и структурне реформе. Иако блиско координира са институцијама ЕУ, у пракси ЕСМ функционише независно како би обезбедио благовремене и ефикасне одговоре на финансијске кризе.

ЕСМ је успостављен као стални механизам за спасавање за пружање финансијске помоћи земљама еврозоне у невољи. Заменио је привремени Европски фонд за финансијску стабилност и дизајниран је тако да обезбеди финансијску стабилност у еврозони нудећи подршку земљама које се суочавају са потешкоћама у приступу финансијским тржиштима.

У јулу 2012, председник ЕЦБ, *Марио Драги* (Mario Draghi), на конференцији у Лондону, изјавио је да ће ЕЦБ учинити „шта год је потребно“ да сачува евро.<sup>15</sup> Ова посвећеност је имала за циљ враћање поверења тржишта и стабилизацију еврозоне. Говор председника ЕЦБ-а је означио прекретницу у приступу ЕЦБ-а, сигнализирајући спремност да се предузме агресивније акције за решавање кризе. С тим у вези, ЕЦБ је

---

<sup>13</sup> Treaty Establishing the ESM, signed on 2 February 2012 - consolidated version following Croatia's accession to the ESM, T/ESM 2012-HR/en 1.

<sup>14</sup> *Ibidem.*

<sup>15</sup> Видети више на: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> доступно на дан: 10.10.2024. године

програм директних монетарних трансакција (енг. Outright Monetary Transactions – ОМТ) покренула у септембру 2012. године, првенствено за решавање кризе државног дуга у еврозони.<sup>16</sup> ОМТ програм је уведен да би се стабилизовала финансијска тржишта и смањили трошкови задуживања за земље еврозоне које се суочавају са тешким финансијским проблемима. Имао је за циљ да поврати поверење инвеститора у еврозону и обезбеди правилно функционисање монетарне политике. У оквиру ОМТ-а, било је предвиђено да ЕЦБ може да купује државне обвезнице земаља еврозоне директно на секундарном тржишту. Програм је одражавао посвећеност ЕЦБ очувању евра, мада је у истоименом монетарном спору пред Европским судом правде било постављено питање његове законитости, односно, утврђивања евентуалног прекорачења надлежности ЕЦБ (где је Суд ипак био становишта да је ЕЦБ сходно одредбама свог Статута била овлашћена за његово усвајање и имплементацију).<sup>17</sup>

Да ли ће ЕЦБ куповати обвезнице, и на тај начин помагати привреду конкретне земље, зависи од државе која затражи подршку и пристане да примени строги програм економског прилагођавања у складу са ЕСМ-ом. Куповином државних обвезница, ЕЦБ је имала за циљ да смањи приносе и трошкове задуживања за погођене земље, олакшавајући им да финансирају своје дефиците и сервисирају постојећи дуг, међутим ОМТ се суочио са испитивањем и правним изазовима, посебно у погледу његове компатибилности са споразумима ЕУ. Коначно, као што смо то претходно напоменули, Европски суд правде је 2015 одлучио да је програм у складу са правом ЕУ, додатно потврђујући модел деловања ЕЦБа као легалан и легитиман.<sup>18</sup>

Програм куповине средстава (енг. Asset Purchase Programs) заправо подразумева вишеслојну структуру дефинисану правилима ЕЦБ-а која се може посматрати као сет кључних алата монетарне политике дизајнираних да стимулишу привреду, побољшају ликвидност на финансијским тржиштима и подрже кредитирање и улагања у еврозони. Програм куповине средстава је званично покренут у јануару 2015. као део одговора ЕЦБ на ниску инфлацију у дужем временском периоду и спор економски раст у

---

<sup>16</sup> Technical features of Outright Monetary Transactions, ECB Press Release, 6 September 2012.

<sup>17</sup> М. Димитријевић, „О процесној легитимацији Европске централне банке у монетарним споровима“, *Право и привреда*, 2(2018), стр. 158-168.

<sup>18</sup> Judgment of the Court (Grand Chamber) of 16 June 2015. *Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag*. Request for a preliminary ruling from the Bundesverfassungsgericht. Reference for a preliminary ruling — Economic and monetary policy — Decisions of the Governing Council of the European Central Bank (ECB) on a number of technical features regarding the Eurosystem’s outright monetary transactions in secondary sovereign bond markets — Articles 119 TFEU and 127 TFEU — Powers conferred on the ECB and the European System of Central Banks — Monetary policy transmission mechanism — Maintenance of price stability — Proportionality — Article 123 TFEU — Prohibition of monetary financing of Member States in the euro area Case C-62/14.

еврозони.<sup>19</sup> Примарни циљ је био снижавање каматних стопа, побољшање услова финансирања и промовисање економског опоравка повећањем новчане масе. Програм се састоји од неколико потпрограма, од којих сваки циља различите врсте средстава.

Тако и тзв. потпрограм куповине јавне имовине (енг. Public Sector Purchase Program - PSPP) укључује куповину државних обвезница деноминираних у еврима које су издале државе чланице еврозоне са циљем да смање приносе на државне обвезнице, чинећи јефтинијим задуживањем влада и охрабрујући јавну потрошњу.

Потпрограм куповине привредног сектора (енг. Corporate Sector Purchase Program- CSPP) је покренут нешто касније, у јуну 2016. године са фокусом на корпоративне обвезнице које издају нефинансијске компаније, са циљем побољшања услова финансирања привредних друштава, промовисање инвестиција и привредне активности.

Потпрограм куповине хартија од вредности обезбеђених имовином (енг. Asset-Backed Securities Purchase Program - ABSPP) укључује куповину хартија од вредности обезбеђених имовином, које су финансијски инструменти подржани скуповима средстава (попут кредита или потраживања) са циљем подршке финансирања домаћинстава и привредних друштава обезбеђивањем ликвидности тржишта за ове хартије од вредности.

Потпрограм куповине покривених обвезница (енг. Covered Bond Purchase Program- CBPP) којим су циљане покривене обвезнице, које су дужничке хартије од вредности подржане новчаним токовима из хипотекарних кредита или зајмова јавног сектора са циљем повећања ликвидности тржишта покривених обвезница и подржавања хипотекарних кредита.

Ради спровођења наведених потпрограма, ЕЦБ је вршила потребне куповине на секундарном тржишту како би избегла поремећаје тржишта. Куповине се врше према унапред одређеном плану на основу величине капитала, који одражава снагу привреде сваке државе чланице. Рад ЕЦБа по изнетом моделу је варирао током времена. Примена потпрограма је допринела нижим приносима од ангажовања имовине, што је помогло у смањењу трошкова задуживања за владе, привредних друштава и домаћинстава. Куповином средстава, ЕЦБ је заправо убризгава новац у финансијски систем, директно интервенишући и подржавајући позајмице и инвестиције. Примена потпрограма је

---

<sup>19</sup> Више о правној природи нестандартних мера монетарне политике ЕЦБ у: М. Димитријевић, *Право Европске централне банке*, Ниш, 2023, стр. 270 -275.

такође имала за циљ да стимулише економску активност и помогне ЕЦБ да постигне циљну инфлацију од оквирно 2%.

Потпрограми куповине средстава представљају кључну компоненту оквира монетарне политике ЕЦБа, чији је циљ подстицање економског раста, одржавање финансијске стабилности и постизање стабилности цена у еврозони. Куповином различитих средстава, ЕЦБ настоји да снизи каматне стопе, побољша ликвидност и подржи кредитирање, што на крају доприноси снажнијој и отпорнијој економији.

Са друге стране, током пандемије КОВИД-19, ЕЦБ је отпочела имплементацију тзв. Програма куповине у случају пандемије (енг. Pandemic Emergency Purchase Program- PEPP) како би подржала економију током кризе КОВИД-19, проширујући своје могућности куповине имовине. С тим у вези, почевши од 2021. године, ЕЦБ почиње да истражује потенцијално увођење дигиталног евра за модернизацију платних система и одговор на пораст приватних дигиталних валута.

ЕЦБ се стара и залаже за стабилност цена у државама чланицама. Стопе инфлације не смеју да пређу одређени праг у односу на земље чланице са најбољим учинком. Буџетски дефицити не смеју бити већи од 3% БДП-а, а јавни дуг не сме прећи 60% БДП-а. Такође, инсистира се на учешћу у механизму девизног курса најмање две године без озбиљних тензија.<sup>20</sup> Каматне стопе морају бити стабилне и унутар одређеног распона у поређењу са најнижим стопама међу државама чланицама.

Данас се као кључни задаци ЕЦБа препознају: регулисање каматних стопа по којима се комерцијалне банке у еврозони задужују, чиме се контролише понуда новца а тиме и инфлација, управљање девизним резервама еврозоне - куповином или продајом валута ради балансирања девизних курсева, осигуравање да финансијска тржишта и институције добро надзиру националне власти и да системи плаћања добро функционишу, осигуравање сигурности и стабилности европског банкарског система,

---

<sup>20</sup> Механизам девизног курса (енг. The Exchange Rate Mechanism-ERM II ) успостављен је 1. јануара 1999. како би се осигурало да флукуације курса између евра и других валута ЕУ не ремете економску стабилност унутар јединственог тржишта. Унутар еврозоне постоји само једна валута – евро – али постоје земље ЕУ ван еврозоне са сопственим валутама. Критеријум конвергенције о стабилности девизног курса захтева несметано учешће валута земаља ван еврозоне. За земље учеснице споразума (учешће је добровољно), договара се централни курс између евра и валуте земље. Валута је тада дозвољено да флукуира до 15% изнад или испод овог централног курса. Када је потребно, валута је подржана интервенцијом (куповином или продајом) како би се курс према еврџ одржао у опсегу флукуације од  $\pm 15\%$ . Интервенције координирају ЕЦБ и централне банке државе чланице ван еврозоне. Државе чланице ван еврозоне у оквиру споразума могу одлучити да задрже ужи опсег флукуације, али ова одлука нема утицаја на званичну маргину флукуације од  $\pm 15\%$ , осим ако о томе не постоји сагласност заинтересованих страна споразума. Више о томе видети у: С. Gortsos, *The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023): Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis*, EIZ Publishing, Zurich, 2024, pp. 147-154.

одобравање производње евро новчаница у земљама еврозоне, праћење кретања цена и процена ризика по стабилност цена. Све остале активности ЕЦБ изван сегмента монетарне политике и монетарних финансија (примера ради еколошке политике и политике кохезије) се морају управо тако и тумачити у контексту акцесорних, односно, придодатих задатака којима она даје свој допринос решавању и контроли одређених друштвених проблема и задатака као субјект јавног права и где њихова имплементација у пракси не сме угрозити реализацију њених основних задатака о чему ћемо посветити пажњу у наставку рада.

## 2. Примарни мандат Европске централне банке

У складу са чланом 127. Уговора о функционисању Европске уније, примарни циљ Европске централне банке (ЕЦБ) је одржавање стабилности цена, међутим, сам уговор не дефинише значење израза “стабилност цена”. Имајући то у виду, Управни савет ЕЦБ је октобра 1998. објавио квантитативну дефиницију стабилности цена. Појам стабилности цена је дефинисан као годишњи пораст хармонизованог индекса потрошачких цена за еврозону испод 2%. Управни савет је потврдио ову дефиницију у мају 2003. након детаљне оцене стратегије монетарне политике ЕЦБ-а. Том приликом, Управни савет је појаснио да, у оквиру ове дефиниције, ЕЦБ има за циљ да задржи стопе инфлације испод, али близу 2% у средњем року. Дефинисање појма на овај начин указује да је циљ монетарне политике ЕЦБа стабилност цена у еврозони у целини и да има за циљ да пружи пуну и ефикасну заштиту од губитка куповне моћи новца. Фраза „испод 2%“ поставља јасну горњу границу за стопу измерене инфлације која је у складу са стабилношћу цена у средњем року. Средња рочност је разматрана са аспекта временске дистанце предузиманих мера. Наиме, мере које ЕЦБ предузима често не могу да дају промптне ефекте, већ ефекте у неком временском периоду. Интензитет ефеката је често изнад или испод пројектованих вредности, али је свакако неопходно извесно чекање да ефекти наступе. То стање указује да монетарна политика не може да спречи непредвиђене инфлаторне шокове, али може знатно да их ублажи.

Из саме дефиниције произилази да ЕЦБ има широк опсег дискреционог права да дефинише стабилност цена. Стабилност цена се може сагледавати и са аспекта стабилности краткорочних до средњорочних инфлаторних очекивања, а потом и као одсуство дугорочне неизвесности нивоа цена. Европски суд правде (ЕСП) је у случају *Хајнрих Вајс и други*<sup>21</sup> закључио да је “дефинисање стопе инфлације на нивоима испод,

---

<sup>21</sup> Case C-493/17, *Heinrich Weiss and Others*, EU:C:2018:1000, Judgment of the Court (Grand Chamber) of 11

али близу 2% у средњорочном периоду, како је усвојено 2003. године, ваљано коришћење дискреционог права ЕЦБ-а. ЕСП је прихватио тврдњу ЕЦБ-а да се избор може правилно заснивати на чињеници да инструменти за мерење инфлације нису прецизни, на значајним разликама у инфлацији унутар еврозоне и на потреби да се очува безбедносна маргина како би се заштитила од могућих појава ризика од дефлације. ЕСП је назначио да би спецификација ЕЦБ циља као нумеричког циља инфлације са временским ограничењем била судски неприхватљива само ако би била искварена очигледном грешком у процени или ако би изашла из оквира утврђеног Уговором. Овај тест очигледне грешке примењује ЕСП када је институцији дозвољено широко дискреционо право да прави сложене прогнозе и процене, посебно у економским или техничким питањима. Међутим, уважавајући приступ Суда ЕУ није без граница и не подразумева одсуство судске контроле. ЕСП је прихватио да постављање нумеричког циља инфлације, са средњорочним временским хоризонтом, спада у надлежност ЕЦП да дефинише монетарну политику у циљу остваривања примарног циља”.<sup>22</sup>

Одржавање стабилности цена се може посматрати и као економска категорија која претставља спрегу међузависности неколицине економских тенденција. ЕЦБ има за циљ да задржи стопе инфлације близу, али испод, 2% у средњем року. Овај фокус на стабилност цена помаже у одржавању куповне моћи евра и подстиче економски раст. ЕЦБ формулише и спроводи монетарну политику за еврозону. Ово укључује одређивање каматних стопа, спровођење операција на отвореном тржишту и коришћење различитих инструмената монетарне политике за утицај на ликвидност и кредитне услове. ЕЦБ ради на обезбеђивању стабилности финансијског система. Она прати ризике и рањивости у банкарском сектору и може интервенисати ако је потребно да би одржао поверење у финансијски систем. Преко деловања Јединственог надзорног механизма (енг. Single Supervisory Mechanism - SSM), ЕЦБ надзире значајне банке у еврозони како би осигурала да су адекватно капитализоване и усклађене са прописима, промовише сигурне и ефикасне платне системе, омогућавајући несметане трансакције широм еврозоне, спроводи економска истраживања како би се информисала о својим

---

December 2017, Proceedings brought by Heinrich Weiss and Others. Request for a preliminary ruling from the Bundesverfassungsgericht. Reference for a preliminary ruling — Economic and monetary policy — Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank — Validity — Secondary markets public sector asset purchase programme — Articles 119 and 127 TFEU — Powers of the ECB and the European System of Central Banks — Maintenance of price stability — Proportionality — Article 123 TFEU — Prohibition of monetary financing of Member States in the euro area.

<sup>22</sup> M. Ioannidis, S. Jane, H. Murphy, C. Zilioli, *The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No 276, 2021, pp. 8-9.

политичким одлукама и пружа анализу података ради побољшања транспарентности и разумевања економије еврозоне.<sup>23</sup>

Да би остварила свој примарни циљ, ЕЦБ такође подржава ширу економску политику ЕУ, доприносећи укупној економској стабилности и расту региона. Ови циљеви и функције заједно раде на одржавању стабилног економског окружења у зони евра.

У предмету *Петар Гаувеилер и други против Немачке*<sup>24</sup>, ЕСП је образложио да „способност ЕСЦБ-а да утиче на кретање цена путем својих одлука о монетарној политици у ствари зависи, у великој мери, од преношења 'импулса' које ЕСЦБ шаље преко тржишта новца на различите секторе привреде... Штавише, пошто поремећај механизма преноса подрива ефикасност мера које је усвојио ЕСЦБ, то нужно утиче на способност ЕСЦБ да гарантује стабилност цена”.<sup>25</sup>

ЕЦБ на својој званичној интернет страници износи неколико кључних разлога за овакво дефинисање појма стабилности цена. Прво, стопа инфлације од 2% је довољно ниска да привреда у потпуности искористи предности стабилности цена. Обезбеђивање сигурносне границе против ризика од дефлације и осигурање да монетарна политика остане ефикасна када треба да одговори на инфлацију која је прениска. Поседовање маргине против дефлације је важно јер постоје ограничења колико се каматне стопе могу смањити. У дефлаторном окружењу монетарна политика можда неће бити у стању да довољно стимулише привреду коришћењем свог инструмента каматних стопа. Ово отежава монетарној политици да се бори против дефлације него против инфлације.

Стопа инфлације од 2% омогућава лакше прилагођавање макроекономских неравнотежа у земљама еврозоне, избегавајући да инфлација у појединачним земљама стално пада у негативну територију. Такође, дестимулише тренд тенденција смањења плата и смањује ризик повећања незапослености и претставља позитивна пристрасност мерења у индексу цена, што би могло да имплицира да је прави ниво инфлације нижи од измереног нивоа. Став је ЕЦБа да су негативна и позитивна одступања од циљане инфлације од 2% подједнако непожељна. Овај циљ пружа јасне смернице за инфлациона очекивања, што је од суштинског значаја за одржавање стабилности цена. Када привреда ради близу доње границе номиналних каматних стопа, то захтева

---

<sup>23</sup> Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

<sup>24</sup> Case C-62/14 (*supra*note 18).

<sup>25</sup> M. Ioannidis et Al., *op.cit.*, p. 10.



посебно снажну или упорну акцију монетарне политике како би се спречило да се негативна одступања од циљане инфлације учврсте.

### **3. Секундарни мандат Европске централне банке**

Подршка општој економској политици Уније у циљу доприноса постизању циљева Уније, прописана је као обавеза ЕЦБа чланом 127(1) Уговора о функционисању Европске уније. Појам економске политике се са аспекта рада ЕЦБа и домаћаја њеног деловања може посматрати из два угла. Први, инсистира на чињеници да су мере економске политике у домену држава чланица ЕУ, и да ЕЦБ нема мандат да се бави уравнотеженим економским растом, што би била природа оваквог тумачења. Према другом, допуштено је шире тумачење синтагме и да под истом треба подразумевати да се под подршком подразумева рад на подршци свих политика ЕУ и држава чланица. Овако широко тумачење обухватало би и утицај на пореску политику, регулаторну којом се уређује унутрашње тржиште, интерференција у домен еколошке, социјалне, и сваке друге, све у циљу доприноса постизању циљева Уније.

Међутим, ЕЦБ институционално није организована као нека врста “супер владе” свих земаља чланица ЕУ, односно чланица еврозоне, стога се поставља питање одређивања ужих области којима ће се у оквиру свог секундарног мандата ЕЦБ бавити. “Уже области” опет могу бити дефинисане на начин да их је могуће експлоатисати у сваком могућем смислу ради постизања примарног мандата ЕЦБа.

Одрживи економски раст се може схватити као првенствени циљ секундарног мандата. ЕЦБ, дакле, има за циљ да подстакне услове који подржавају одржив економски раст. Ово укључује промовисање политика које подстичу инвестиције, иновације и продуктивност, истовремено осигуравајући да је раст еколошки одржив. Иако је политика запошљавања првенствено одговорност држава чланица, ЕЦБ инсистира на томе да здраво тржиште рада доприноси економској стабилности. Монетарна политика ЕЦБа може утицати на ниво запослености индиректно кроз утицај на економску активност.

ЕЦБ, такође, подржава напоре да се смање разлике у економској развијености међу државама чланицама ЕУ. Томе знатно доприносе отворене границе за робу, људе и капитал који важе на територији ЕУ. Ипак, ЕЦБ се активно бави промоцијом мера које решавају проблеме регионалних неједнакости. Ипак, те мере нису и не могу бити довољне саме по себи да реше наведени проблем, поготово не унутар самих држава,

али знатно могу да унапреде постојеће стање и да представе тенденцију уједначеног напретка.

Током историје свога деловања, ЕЦБ је показала да се директно стара о банкарској стабилности. Банкарска стабилност је повезана са општом економском политиком уније, и као таква се не може одвојити. Наиме, општа економска стабилност је незамислива у свету данашњице без стабилног банкарског сектора. Стабилност банкарског сектора треба схватити у свом најширем смислу, дакле не само као способност банака да сервисирају своје обавезе, већ и као отвореност банкарског система да се прилагоди савременим тенденцијама.

Савремене тенденције, пре свега мисливши на новине које доноси дигитална револуција, подразумева сарадњу ЕЦБ на свим нивоима и са другим институцијама ЕУ, како би се ускладила монетарну политику са фискалном и структурном политиком. Померање технолошких граница, подршка јединственом тржишту је све тежи задатак јер се појам “јединственог тржишта” као тржишта ЕУ, заправо помера ка појмом глобалног тржишта. Стога ЕЦБ подстиче мере које побољшавају приступ финансијским услугама, без обзира на њихово порекло, обезбеђујући да сви друштвени чиниоци могу имати користи од финансијског система.

У време оснивања ЕЦБа, тешко да је било могуће са сигурношћу предвидети дигиталну трансформацију пре свега у домену електронске трговине. Могућности тренутног наручивања робе и кретања новца су изместили тежиште од администрирања трансфера вредности, који је био поверен пословним банкама, ка обезбеђивању безбедности трансакција и спречавању превара. Селидба капитала из земаља еврозоне ка другим регијама је била приметна и државе чланице ЕУ су се користиле различитим регулаторним средствима не би ли такву тенденцију промениле. Интезивним развојем технологије тенденције Светске трговинске организације су постале потенцијално веома блиске, међутим, док је у току трансформација постојећих пословних односа, треба осмислити механизам који ће, поштујући створене вредности, успети да сачува све раније дефинисане циљеве.

С тим у вези, са разлогом се може поставити питање надлежности ЕЦБа са аспекта новина које доноси дигитална револуција. Да ли је могуће да традиционално схватање ЕЦБа и надлежности које ЕЦБ има одговарају новим изазовима, нарочито у погледу трансфера вредности у и ван граница ЕУ? Такође, имајући у виду активно учешће појединих земаља у креирању нових односа на глобалном тржишту уз помоћ дигиталних технологија, да ли је можда исправно размишљати о проширењу мандата

ЕЦБа и на регулаторну улогу под окриљем испуњења циљева дефинисаним Уговором о функционисању Европске уније.

#### **4. Утицај дигиталне револуције на поимање концепта надлежности Европске централне банке**

Појам дигиталне револуције црпи се из техничких наука које су по природи блиске дигитализацији као техничком појму: Дигитална револуција се као таква односи на прелазак са аналогних електронских и механичких уређаја на дигиталну технологију, почевши од 1980-их и наставља се данас. Ова ера је донела широку употребу рачунара, интернета, паметних телефона, ВоИП услуга и дигиталних екосистема, интегришући интернет комуникације и дигиталне алате у наш свакодневни живот. Дигитална револуција је променила начин на који живимо, радимо и комуницирамо. Паметни телефони, друштвени медији и е-трговина учинили су информације и услуге приступачнијим, одржавајући нас повезаним. На радном месту, алати као што су рачунарство у облаку софтвер за сарадњу и вештачка интелигенција (енг. *artifical intelligence* - AI) повећали су продуктивност и комуникацију, чинећи предузећа ефикаснијим и иновативнијим. Ова смена такође омогућава рад на даљину, омогућавајући запосленима да раде са било ког места и кршећи традиционалне границе канцеларије. Дигитална револуција означава почетак информатичке ере и у теорији се назива и трећом индустријском револуцијом.<sup>26</sup>

У академији се могу чути слична, али опет и веома специфична мишљења о поимању дигиталне револуције. Тако, *Барнет* (Barnet) сматра да се дигитална револуција мора посматрати посебно у два историјска раздобља: “ ... тврди се да је Прву дигиталну револуцију углавном карактерисала масовна дигитализација, јер је све више медија, производа и услуга гурано у бинарни, електронски формат. Насупрот томе, Другу дигиталну револуцију одликује масовна атомизација — или, другим речима, свакодневно повлачење електронског, дигиталног садржаја у приметно стварни свет. Дакле, тек са доласком Друге дигиталне револуције, трансформациони круг без трења се коначно затвара између физичког света реалног простора и дигиталне границе сајбер простора. Тренутно је друга дигитална револуција свеprisутна и своју доминацију испољава доласком и масовним прихватањем све већег спектра дигиталних медија и комуникационих уређаја на потрошачком тржишту. Као резултат доступности и

---

<sup>26</sup> Vangie Beal, *Digital Revolution*, приступљено 10.9.2024. године на: <https://www.techopedia.com/definition/23371/digital-revolution>.

употребе таквог рачунарског хардвера, обични људи могу све више да приступају широком спектру дигиталних медија, производа и услуга на прикладан, физички начин у стварном свету. Друга дигитална револуција је стога одраз чињенице да рачунарски хардвер коначно постаје поуздан, јефтин и уобичајен у нашим домовима, на радним местима, у потрошачким апаратима и џеповима.”<sup>27</sup>

Генерално схваћена као део наше свакодневнице, поставља се питање како дигитална револуција, како год да се она перципира, утиче на надлежност ЕЦБа? Утицај се може посматрати са аспекта бољег остварења поверених ндалежности, али и са аспекта евентуалног пререгулисања. Ако се пође од актуелне дилеме “да ли се вештачка интелиганције може користити у процесу доношења судских одлука, односно да ли се, под одређеним условима, може препустити рачунару да врши радње или доноси одлуку на суду?”<sup>28</sup>, ЕЦБ има и додатну улогу обезбеђења функционисања да након испуњења нормативних предуслова судска одлука увек буде несумњиво предвидљива.

Процес дигитализације је свакако омогућио осавремењивање радних процеса у готово свим сегментима друштва. Способности ЕЦБа за доношење одлука су свакако повећане самом чињеницом веће доступности огромне количине података. Омогућено је и прецизније економско предвиђање и праћење економских индикатора у реалном времену, што је пре процеса дигитализације било незамисливо. Дигиталне технологије омогућавају боље праћење финансијских тржишта и ризика, омогућавајући ЕЦБ да ефикасније реагује на финансијску нестабилност.

Дигитална револуција довела је до иновација у платним системима, што је подстакло ЕЦБ да побољша ефикасност и уложи додатне напоре зарад сигурности трансакција. Дигиталне технологије олакшавају прекограничне трансакције, утичући на то како ЕЦБ координира монетарну политику и управља ликвидношћу широм еврозоне. Напредна аналитика података и алати за машинско учење побољшавају способност ЕЦБ да анализира економске и монетарне трендове, помажући у формулисању својих одлука. Уз помоћ дигиталних платформи, ЕЦБ може на лакши и бржи начин да саопштава јавности своје одлуке и широј јавности предочи своја образложења, подстичући већу транспарентност и поверење.

---

<sup>27</sup> С. Barnatt, „The second digital revolution“, *Journal of General Management*, Vol. 27, No. 2, 2001, p. 2.

<sup>28</sup> Ž. Dimitrijevic, "Smart Algorithms as a Prerequisite for the Use of Artificial Intelligence in Judicial Decision-Making", *Harmonius*, (2023), p. 78.

Снажни развој финтек индустрије и децентрализованих финансија захтева од ЕЦБ да прилагоди своје регулаторне оквире за решавање нових ризика и изазова, укључујући питања заштите потрошача и интегритета тржишта. Дигитално финансирање прелази границе, те ЕЦБ има увећану потребу за сарадњу не само са банкама држава чланица, већ и са међународним регулаторним телима и телима других држава (које нису чланице ЕУ), како би се на прави начин суочила са глобалним изазовима.

Општа дигитализација повећава рањивост података којима располаже ЕЦБ али и података које након анализе презентује, стога је нужно да води рачуна и о овом аспекту свог пословања. Нарочито је важно да ЕЦБ развије стратегије за одговор на потенцијалне поремећаје изазване сајбер инцидентима или кризама дигиталне валуте.

На послетку, јесу и размишљања и напори ЕЦБа о увођењу дигиталног евра. Крипто валуте, дигитални токени, паралелизам приватних валута у оквиру медија индустрије и виртуелних светова, подстакли су ЕЦБ да размишља у правцу проширења надлежности и уласка у свет дигиталног новца. Међутим, евентуална одлука о бављењу дигиталном валутом, могла би да преобликује начин на који се спроводи монетарна политика и начин на који централне банке комуницирају са јавним и финансијским институцијама и са ЕЦБ-ом. Такође, неопходно је нормирати оквир за издавање дигиталног евра у монетарном законодавству Европске уније, ускладити примарну и секундарну монетарну легислативу у функцији подршке дигиталним иновацијама и заштите корисника финансијских услуга, потребно је новелирати монетарноправне прописе и обратити посебну пажњу на трошкове и користи издавања дигиталног евра у пракси. Увођење дигиталног евра ће свакако утицати и на пословне банке, те је неопходно проценити утицај дигиталног евра на будуће обликовање надлежности централних банака и односа са ЕЦБ-ом.

## II. ЗНАЧАЈ КОНЦЕПТА ДИГИТАЛНЕ ИМОВИНЕ У МОНЕТАРНОМ ПРАВУ ЕУ

### 1. Кратак осврт на развој дигиталне имовине у упоредној монтераноправној пракси

“Последњих деценија глобални финансијски систем показује тренд усложњавања. Економисти дефинишу ово усложњавање већом разноврсношћу нових финансијских алата и типова финансијских посредника. Замршена мрежа битова и бајтова, који представља модерни финансијски систем, подлеже могућношћу размене и трансфера капитала између разних привредних учесника. Зајмопримци, повериоци, инвеститори и привредници чине стуб финансијског система. Држава је донедавно била на врху ове четворугаоне пирамиде и регулисала функционисање свих субјеката у својој основи. Међутим, са појавом дигиталних средстава, могућности за такву регулацију су се драматично смањиле”.<sup>29</sup>

Дигитална средства (имовина) је појам који се све чешће чује у свету данашњице. У теорији се појам дигитална имовине интерпретира „као власништво над било којом врстом података у бинарном облику који се чувају на рачунару или негде на интернет облаку”.<sup>30</sup> У најширем значењу, дигитална имовина обухвата дигитална средства као што су криптовалуте, различите облике платформи за изражавање тзв. дигиталне уметности (НФТ), као и друге платформе за прикупљање и складиштење различитих врста података и операционализације платних налога. Регулисати на адекватан начин нове односе који се појављују у свету дигиталног је веома изазован задатак, поготова са аспекта банарског права. Чувена је изјава Била Гејтса којом је сугерисао да је можда дошло време да се традиционално поимање банкарства промени: “Треба нам банкарство, али нам банке више нису потребне”.<sup>31</sup> Ова проницљива изјава стара више од две деценије данас живи своје потврђивање. Појава криптовалута, виртуелних светова, развој гејминг и медија индустрије, ставља пред многе државе веома изазован задатак и поставља низ питања.

Главно питање у вези са регулацијом дигиталне имовине тиче се њеног исправног дефинисања јер је њено исправно дефинисање предуслов да се у односу на

---

<sup>29</sup> S. V. Muradyan Svetlana, „Digital Assets: Legal Regulation and Estimation of Risks“, *Journal of Digital Technologies and Law*, 1(1), pp. 123–151.

<sup>30</sup> A. Toygar, T. Rohm Jr., Jake Zhu, „A New Asset Type: Digital Assets“, *Journal of International Technology and Information Management*, Vol. 22, Iss. 4, 2013, pp. 113-120.

<sup>31</sup> Pauline Koola, The banks of the future. Dostupno na: <https://www.pwc.co.tz/press-room/the-banks-of-the-future.html#:~:text=%E2%80%9CWe%20need%20banking%2C%20but%20we, startups%20disrupting%20the%20banking%20space.> , доступно на дан: 14.10.2024. године.

њу успоставе односи релевантни у банкарству. Први и основни проблем држава које се баве дигиталном имовином и инкорпорацијом исте у своја законодавства јесте на који начин дефинисати дигиталну имовину. Да ли поћи од традиционалне поделе ствари на опипљиве и неопипљиве или дигиталну имовину дефинисати као *sui generis* категорију<sup>32</sup>. Такође, треба размишљати и о титуларима права својине, праву располагања, могућностима уређења међусобних односа, уколико има више титулара, праву наслеђивања, евентуалном праву прече куповине, као и свим оним правима која су традиционално позната у правним системима.

Други приступ у дефинисању дигиталне имовине би био да уколико се дигитална имовина сматра посебном категоријом имовине, она треба да носи посебна права која до сада нису постојала јер није постојала ни дигитална имовина. Могуће је уредити права која проистичу из традиционалних облика својине ствари, али би опет, када је у питању дигитална имовина, оне носиле многе специфичности.

Након нормативног уређења појма дигиталне имовине, државе морају утврдити врсте дигиталне имовине у што ширем опсегу. Република Србија је, на пример, својим Законом о дигиталној имовини<sup>33</sup>, дала прилично широко одређење овог појма: “дигитална имовина, односно виртуелна имовина, означава 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 дигитална имовина не укључује дигиталне записе валута које су законско средство плаћања и другу финансијску имовину која је уређена другим законима, осим када је другачије уређено овим законом”. Међутим, приликом имплементације могућности располагања дигиталном имовином, закон је фактички сузио појам дигиталне имовине на дигиталне токене и виртуелни новац. Медија и гејминг индустрија, виртуелни светови, остали су ван домашаја примене и дефиниције закона.

Светски економски форум је у октобру 2024. године објавио извештај<sup>34</sup> о законодавним приступима девет земаља у поступку регулисања дигиталне имовине ради приказивања конкретних примера из праксе. Имајући у виду да тржишта ЕУ, Сједињених америчких држава и Кине чине већину у односу на укупно светско тржиште развијених земаља, у наставку рада ћемо дати кратак преглед законодавног приступа ових држава, а који се у ширем обиму може наћи у извештају.

---

<sup>32</sup> А. Toygar et Al., *ibid.*

<sup>33</sup> Закон о дигиталној имовини, "Сл. гласник РС", бр. 153/2020, чл.2.ст.1.тач.1.

<sup>34</sup> Извештај је доступан на дан: 14.10.2024. године на адреси:  
[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Digital\\_Assets\\_Regulation\\_2024.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Digital_Assets_Regulation_2024.pdf).

Регулативом ЕУ из 2023. године о криптоактиви<sup>35</sup>, ЕУ је утемељила законодавни оквир за развој дигиталних финансија. Регулатива захтева од свих издаваоца дигиталних валута да креирају белу књигу за имовину, која подлеже одобрењу и лиценцирању, при чему непоштовање води ка новчаним казнама. Донети пропис има за циљ да усклади националне прописе држава чланица, замењујући постојеће домаће законе новим хармонизованим решењима.

Циљ је хармонизација прописа земаља чланица ЕУ у делу функционисања дигиталних платформи. Сви постојећи издаваоци дигиталних токена морају да ускладе своје пословање са донетом регулативом. Циљ регулативе јесте јачање тржишних принципа и спречавање негативних шпекулативних тенденција, као што су инсајдерско пословање и тржишне манипулације. Регулатива штити потрошаче и инвеститоре и омогућава иновације уједно онемогућавајући крах тржишта услед преварних радњи издаваоца дигиталних валута/токена.

У извештају се посебно истиче важност дистинкције обухвата регулативе у односу на друге прописе. Такође, потенцира се разлика између крипто имовине која је регулисана регулативом у односу на остале финансијске инструменте који су и даље регулисани постојећим прописима. Тако је циљ Директиве о тржиштима финансијских инструмената<sup>36</sup> био да подстакне појаву јединственог, конкурентнијег, прекограничног тржишта хартија од вредности широм ЕУ. Њеним новелирањем 2014. године<sup>37</sup>, законодавац је желео да додатно олакша прекограничну експанзију и да истовремено створи услове за ефикаснију регулаторну арбитражу. Можемо приметити да, данас, тржиште ЕУ јесте једно од најуређенијих тржишта у области дигиталне имовине.

Када је реч о Кини, извештај се посебно бави Хонг Конгом као посебном административном територијом, која је уједно и једна од најразвијених области Републике Кине. Извештај наводи да је влада Хонг Конга изнела план о политици развоја виртуелне имовине у октобру 2022. године. Објављеном политиком развоја, постављена је визија и смер политике за регулисање активности виртуелних/дигиталних средстава у оквиру принципа „иста активност, исти ризици,

---

<sup>35</sup> Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937 (Text with EEA relevance) PE/54/2022/REV/1.

<sup>36</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

<sup>37</sup> Видети: Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) Text with EEA relevance.



иста регулатива“. “Постављени принцип подразумева да ефикасан регулаторни оквир мора да обезбеди да активности криптоактиве подлежу свеобухватној регулативи, сразмерно ризицима које они представљају, уз истовремено искоришћавање потенцијалних предности технологије која стоји иза њих. У ширем смислу, тамо где криптоактива и посредници обављају економску функцију еквивалентну оној коју обављају инструменти и посредници у традиционалном финансијском систему, требало би да подлежу прописима у складу са установљеним принципом.”<sup>38</sup>

Политиком развоја, Хонг Конг је и декларативно отворен према глобалној заједници иноватора који се баве пословима дигиталне имовине. Јасно је стављено до знања да се даје предност децентрализованим финансијским технологијама (енг. *decentralised financial technologies* – ДЛТ)<sup>39</sup> и развоју финансијских иновација које имају за циљ да буду исплативије, инклузивније, агилније и отпорне на будућност. Такође, препознаје се и значај тзв. Веб 3,0 технологије<sup>40</sup> и Метаверса<sup>41</sup>. Потврђена је посвећеност владе, да у сарадњи са финансијским регулаторима, ради на обезбеђивању повољног окружења за промовисање одрживог и одговорног развоја сектора дигиталне имовине. Препознаје се потенцијал ДЛТ технологије и Веб 3.0 да постану будућност финансија и трговине, те се од њих очекује да побољшају ефикасност и транспарентност.

Према извештају, влада Хонг Конга континуирано активно ради на примени изнетог плана, те је већ у јуну 2023. године, успоставила посебну Радну групу на високом нивоу за промовисање развоја Веб 3.0 технологије. Монетарна управа Хонг Конга и Комисија за хартије од вредности и фјучерсе, имају за циљ да успоставе олакшавајуће окружење које поставља благовремене и неопходне заштитне ограде за

---

<sup>38</sup> Financial Stability Institute, “FSB proposed framework for the international regulation of cryptoasset activities – Executive Summary”, доступно на: [https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/fsb\\_cryptoassets.pdf](https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/fsb_cryptoassets.pdf) на дан: 15.10.2024. године.

<sup>39</sup> ДЛТ технологија се односи на базу података која има више идентичних копија дистрибуираних међу неколико учесника и које се ажурирају на синхронизован начин консензусом страна. Више видети у: Romero Ugarte, José Luis, "Distributed ledger technology (DLT): introduction", *Banco de Espana Article 19* (2018), p. 18.

<sup>40</sup> Веб3, такође познат као Веб 3.0, представља трећу генерацију интернет мреже, која је обично изграђена на децентрализованој мрежи блокова и у оквиру које, треће стране не могу да мењају корисничке податке, а корисници одржавају контролу над својим подацима путем јавних и приватних кључева. Видети више у: Huang, Renke, Jiachi Chen, Yanlin Wang, Tingting Bi, Liming Nie, Zibin Zheng, "An overview of WEB3 technology: Infrastructure, applications, and popularity", *Blockchain: Research and Applications* (2023), p.1.

<sup>41</sup> Метаверс се може разумети међусобно повезана мрежа друштвених, умрежених имерзивних окружења. Више о томе видети у: Mystakidis, Stylianos, "Metaverse", *Encyclopedia 2*, no. 1 (2022), pp. 486-497.

ублажавање стварних и потенцијалних ризика у складу са међународним стандардима.<sup>42</sup>

Са друге стране, тржиште Сједињених америчких држава (САД) је веома специфично. Федерално уређење оставља могућности доношења прописа на нивоу федерације, али и на нивоу појединих држава (у одређеном опсегу). САД се може похвалити мноштвом различитих регулаторних агенција које су укључене у процес уређивања дигиталне имовине као што су Комисија за хартије од вредности, Комисија за трговину робним фјучерсима, Федерална корпорација за осигурање депозита и Одељење трезора. Легислатива САД-а, према извештају, је у последње време фокусирана на два главна аспекта дигиталне имовине: стабилни дигитални новац<sup>43</sup> и тржишну структуру. Лумис-Гилибрандовим прописом (енг. Lummis-Gillibrand Payment Stablecoin Act)<sup>44</sup> амерички Сенат је желео да успостави детаљан сет правила за издавање стабилног дигиталног новца и управљање припадајућим резервама и структуром тржишта. У том контексту је, такође, усвојен је нацрт Закона о финансијским иновацијама и технологији за 21. век, који обезбеђује регулаторни оквир за рад тржишта дигиталне имовине. На федералном нивоу, истиче се и заједнички покушај представничког дома и сената да заједничка резолуција<sup>45</sup> успостави нове оквире, међутим, председник *Џо Бајден* (Joe Biden) је ставио је вето на резолуцију, наводећи потенцијалне ризике за заштиту потрошача и инвеститора.

## **2. Значај дигиталне имовине за оптимално нормативно регулисање концепта пословних и банкарских финансија**

*Вилијам Лаф* (William Lough) је још пре више од једног века указао на једноставност пословних финансија: “У народу се претпоставља да се у решавању проблема пословних финансија сусрећу многе потешкоће. Један писац је чак дефинисао науку о пословним финансијама као модерну црну уметност, као да је нешто

---

<sup>42</sup> Више видети у: Financial Services and the Treasury Bureau, Policy Statement on Development of Virtual Assets in Hong Kong, доступно на дан: 16.10.2024. године [https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000454\\_404805\\_1\\_1667173469522.pdf](https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000454_404805_1_1667173469522.pdf).

<sup>43</sup> Стабилни новац се може схватити као приватна дигитална валута која има стабилну вредност. Више видети у: Potter, Yujin, Jihee Kim, Yongdae Kim, and Dawn Song, "The trilemma of stablecoin", 4/2021, p. 2. Available at : Potter, Yujin and Kim, Jihee and Kim, Yongdae and Song, Dawn, The Trilemma of Stablecoin (September 4, 2021). Доступно на: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3917430>.

<sup>44</sup> S.4155 - Lummis-Gillibrand Payment Stablecoin Act од 17.4.2024.

<sup>45</sup> Представнички дом и Сенат усвојили су Заједничку резолуцију Дома бр.109 у нади да ће поништити већ усвојени Билтен о рачуноводству особља бр. 121. Ово је био први пут да су оба дома америчког законодавства усвојила законе који се односе на дигиталну имовину. Председник *Џо Бајден* ставио је вето на резолуцију, наводећи потенцијалне ризике за заштиту потрошача и инвеститора, чиме је Билтен бр.121 остао на снази.

мистериозно и језовито. Ипак, шта год да се каже о потешкоћама које се односе на стварну праксу, суштински принципи пословног финансирања су једноставни и свако их може лако разумети. Ово се може илустровати блиском аналогijом која постоји између финансијских проблема пословног предузећа и финансијских проблема са којима се обичан појединац сусреће у свом свакодневном животу.”<sup>46</sup> Суштина је, како *Лаф* мисли, остварити профит. Слично је и код банкарских финансија. Позајми (новац) јефтино и пласирај (новац) скупо. Међутим, увођењем појма дигиталне имовине, основни постулати су наравно исти, али се целокупна пракса која је настајала деценијама и била више или мање слична (ако не иста), у потпуности мења.

Новине у друштвеним кретањима које дигитална имовина неминовно носи са собом, свакако се рефлектују и на само поимање пословних и банкарских финансија. Пре свега у области система плаћања, банке истражују блокчејн технологију како би побољшале системе плаћања. Сматра се да је применом блокчејн технологије могуће заштити трансакције, чинећи их бржим и јефтинијим. Блокчејн као такав јесте “база података о трансакцијама која се дистрибуира, а коју потврђује и одржава мрежа рачунара широм света. Уместо једног централног органа као што је банка, евиденцију надгледа велика заједница и ниједна појединачна особа нема контролу над њом и нико не може да се врати и промени или избрише историју трансакција. У поређењу са конвенционалном централизованом базом података, информацијама се не може манипулисати због блокаде уграђене у дистрибуирану природу структуре и потврђених гаранција од стране колега. Другим речима, када се нормална централизована база података налази на појединачном серверу, блокчејн се дистрибуира међу корисницима софтвера. Блокчејн омогућава свакоме на мрежи да приступи туђим уносима што онемогућава једном централном ентитету да преузме контролу над мрежом. Кад год неко изврши трансакцију, она иде на мрежу и компјутерски алгоритми одређују аутентичност трансакције. Када је трансакција верификована, ова нова трансакција се повезује са претходном трансакцијом формирајући ланац трансакција. Управо се такав ланац зове блокчејн.”<sup>47</sup> Такође, централне банке истражују или примењују дигиталне валуте Централне банке како би модернизовали монетарну политику и обезбедиле стабилну дигиталну алтернативу криптовалутама, што и нема много смисла са аспекта праћења порекла појединих криптовалута, односно власништва над њима.

---

<sup>46</sup> W. H. Lough, *Business Finance. A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*, The Ronald Press Company, New York, 1919, p. 6.

<sup>47</sup> S. Shekhar Sarmah, “Understanding Blockchain Technology”, *Computer Science and Engineering*, 8(2), 2018, pp. 23-29.

Опсег платних услуга се такође убрзано шири. На тржишту се нуде услуге за управљање дигиталном имовином, укључујући криптовалуте, омогућавајући клијентима да инвестирају у шири спектар средстава. Банке користе дигитална средства како би побољшале финансијско ангажовање клијената. Дигиталне трансакције могу смањити оперативне трошкове за банке поједностављивањем процеса, минимизирањем потребе за посредницима и аутоматизацијом усклађености путем паметних уговора. Дигитална средства омогућавају брже и јефтиније прекограничне трансакције, олакшавајући банкама да опслужују међународне клијенте и привредна друштва.

Међутим, олакшаним трансакцијама прете нови ризици. Првенствени ризик који је тренутно видљив јесте велика нестабилност цена појединих дигиталних валута. Пословање са нестабилним дигиталним валутама носе велику ризичност по остварење финансијских циљева, и надаље са аспекта оцене сигурности пословања, велику неизвесност у погледу очекивања и реалних пројекција.

Други ризик на који се посебно мора обратити пажња јесте сајбер безбедност. Развојем технолошких достигнућа развијају се предности, али и могућности за малициозне упаде. “Организације постају све свесније дигиталних информација и на њима примењене технологије у скоро свакој области, посебно у покретању иновација и стварању компаративне предности. Корпоративне информационе и технолошке услуге су рањиве на различите безбедносне ризике у данашњем дигиталном окружењу, укључујући цурење осетљивих података и продуженим прекидима приступа е-пошти и приступу интернету, што све значајно утиче на континуитет пословања. Организација мора да примени стратегију безбедности информација успостављањем свеобухватног оквира који омогућава развој, институционализацију, процену и побољшање програма за безбедност информација којима се треба бавити ради отклањања безбедоносних ризика”.<sup>48</sup> Финансијске институције, а поготово банке, имају задатак да константно стичу нова знања и на пољу заштите података, информација, јер су дужне да заштите своје клијенте, чиме директно штите своје пословање. Стога не чуди пракса да банке разматрају удруживање са финансијско-технолошким компанијама у домену појединих услуга. Такође, банке подржавајући блокчејн технолошке компаније посредно уче и стичу преко потребно искуство за даље ширење свог пословања и свог утицаја. Иницијативе за брзо усвајање нових технологија суштински мења концепт начина пословања банака. Комбинујући традиционалну банкарску експертизу са иновативном

---

<sup>48</sup> D. Ghelani, “Cyber Security, Cyber Threats, Implications and Future Perspectives: A Review”. *American Journal of Science, Engineering and Technology*, Vol. 3, No. 6 (2022), p. 12

технолозијом банке желе да се што више приближе савременим трендовима и привуку клијентелу са новим навикама.

У будућности треба очекивати разгранавање фондова чија је бизнис идеја управо зарада на дигиталној имовини. Постизањем стабилности поједине дигиталне валуте и могућом пројекцијом њених ценовних кретања могуће је остваривати ценовну разлику која може бити блиска инвестиционим фондовима. Такође, развојем финансијског тржишта дигиталног новца отвара се могућност за потенцијално стварање нових инвестиционих производа. Већом понудом производа на тржишту, банка јача и своју саветодавну улогу и повећава зависност својих клијената од ње. У литератури се истиче да уз велики избор алтернатива које постоје на тржишту, компанија мора знати који финансијски производи најбоље одговарају њеним потребама. Да би решила овај проблем, компанија мора да развије процес селекције кроз који ће упоредити различите карактеристике производа са потребама компаније.”<sup>49</sup> Управо банка може помоћи у стварању тих пословних процеса, односно у заузимању важног места у давању финансијских и инвестиционих савета.

Од банака се, такође, очекује да буду испред регулаторних промена, сарађујући са законодавним телима и интересним групама како би обликовале политику која подстиче иновације и истовремено штити потрошаче. У том смислу, улога банке се усложњава. Усложњавање је изазвано процесом дигитализације, односно чињеницом да је све бржа размена информација. У циљу олакшања прекограничних новчаних трансакција, међународна сарадња и пре свега хармонизација прописа јесте неминовна. С тим у вези, дигитална средства имају огроман потенцијал да побољшају финансијску инклузију многих нација која још увек нису довољно развиле своја финансијска тржишта. Отвара им се могућност да уместо да каскају са развојем традиционалних финансијских и инвестиционих тржишта сада могу приградити већ готова решења лако доступна у свету дигиталног. Дигитална имовина, пре свега дигитални новац, омогућава лаку размену и релативно лако прихватање као финансијског инструмента од стране заинтересованих актера у било ком послу или пројекту. Стварањем техничких предиспозиција, могуће је побољшати инклузију многих тржишта који су у традиционалном начину пословања тешко доступна.

Треба рећи да се коришћењем дигиталне имовине много лакше спроводе сви манипулативни и административни послови, како у техничко-технолошком смислу,

---

<sup>49</sup> J. Merigó, A. M. Gil-Lafuente, "New decision-making techniques and their application in the selection of financial products", *Information Sciences* 180, no. 11(2010), p. 2085.

тако и са аспекта статистичких показатеља. Дигитализација је омогућила дигитално вођење података, у комбинацији са управљањем дигиталним портфолиом и могућностима квалификоване дигиталне доставе, апсолутно сви статистички показатељи су перманентно доступни у реалном времену и подложни су контроли и проучавању из било којих разлога.

### **3. Таксономија дигиталне имовине (дигитални јавни новац) и позиција централне банке**

Тековина процеса дигитализације јесте и могућност емитовања дигиталног новца. У том смислу, треба правити разлику између емисије јавног и емисије приватног новца. Јавни новац може да емитује централна (државна) банка путем новчаница и одређених резерви. Приватни новац емитују пословне комерцијалне банке у виду депозита и небанкарске финансијске институције у облику електронског новца (е-новца).

“Новчанице су једини облик јавног новца који је доступан широј јавности. Банке, насупрот томе, такође имају приступ јавном новцу у електронском облику, преко резерви централне банке. Једини дигитални новац коме шири јавност тренутно има приступ издају комерцијалне банке или издаваоци електронског новца. Као обавеза у њиховим билансима, такав новац носи кредитни ризик свог издаваоца. Насупрот томе, дигиталне валуте централне банке су директна обавеза централне банке и као такве не носе никакав кредитни ризик.”<sup>50</sup>

Емисија дигиталног новца од стране централне банке је појава *sui generis*. Држава, путем своје централне банке, може да стане иза пројекта увођења националне дигиталне валуте. Разлог је свакако модернизација државног финансијског апарата али и прихватање новина људског напретка и просперитета. У теорији постоје схватања да ће дигитални новац у будућности заменити све друге облике. Постоје аутори који тврде “... да ће се два најчешћа облика новца данас суочити са тешком конкуренцијом и да би их чак могли надмашити. Готовина и банковни депозити ће се борити са е-новцем, електронски ускладиштеном новчаном вредношћу деноминираним у уобичајеној обрачунској јединици, као што су евро, долар или ренминби, и везани за њу. Све популарнији облик електронског новца је стабилна дигитална валута. Новац је можда погоднији као средство плаћања, али се постављају питања о стабилности његове

---

<sup>50</sup> Central bank digital currencies – Executive Summary, доступно на: <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/cbdcsc.pdf> дана: 17.10.2024. године.

вредности. То је, на крају крајева, слично приватном инвестиционом фонду који гарантује откуп по номиналној вредности. Ако уђе 10 евра, мора изаћи 10 евра. Емитент мора бити у позицији да поштује ово обећање. Банке ће осетити притисак од е-новца, али би требало да буду у стању да одговоре нудећи атрактивније услуге. Ипак, креатори политике треба да буду спремни на неке поремећаје у банкарском окружењу. Али данашњи нови учесници у платној арени могу једног дана постати и саме банке и понудити циљане кредите на основу информација које су стекли. Стога је мало вероватно да ће банкарски модел као такав нестати.”<sup>51</sup>

Међутим, емисија дигиталног новца централне банке је технолошки једноставнија од уређења њене суштине. Емисија новца какву данас познајемо је прешла дуг пут од свог настанка до данас. Различита историјска раздобља су водила прилагођавање становништва одређеног подручја на одређену врсту новца и везивање за неке стране (јаке) валуте. Први и Други светски рат су свакако учврстила долар као средство плаћања, евро се наметнуо на светском тржишту као средство за прибављање квалитетне робе са технички развијеног подручја, рубља и јен су се популаризовали значајаније у последњих десет до петнаест година, али опстају на финансијском међународном тржишту према принципима који су успостављени деценијама уназад.

Емисија дигиталног новца поставља многа питања која су постављана приликом напуштања златног стандарда. Питања се тичу одржавања вредности, пројектовања дестабилизационих фактора и одговора на исте, пројектовања тражње и понуде, тј. свега онога што је неопходно да се зна да би новац као такав могао да опстане на тржишту. Емисија дигиталног новца није сама по себи циљ, већ је циљ постићи велику употребљивост. Ако се на тржишту понуди велика количина дигиталног новца, како ће то утицати на стандардне облике новца и који ће бити однос. То су питања на које одговоре треба да да централна банка, али не само у смислу регулаторне улоге, већ и у погледу приближавања својих ставова будућим корисницима.

Одржавање стабилности новца је кључно за економско здравље тржишта коме гравитира. Уобичајено је да централне банке користе каматне стопе и операције на отвореном тржишту да контролишу понуду новца и утичу на инфлацију, у циљу постизања стабилности цена, међутим, издавањем дигиталног новца, мора се водити рачуна о понуди класичне количине новца и количине дигиталног и на неки начин се

---

<sup>51</sup> T. Adrian, T. Manicini-Griffoli, “The Rise of Digital Money”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 13 (2021), p. 58.

мора уредити међусобни однос. Такође, ова подела пажње се мора рефлектовати на све друге аспекте праћења постављених циљева централне банке.

Треба обезбедити да пословне банке и друге финансијске институције раде безбедно и здраво и да и оне помажу у спречавању криза које могу да дестабилизују новац. У националним законодавствима на стопу инфлације се може утицати и повећањем или смањивањем државне потрошње и утицајем на политику опорезивања, али у случају ЕЦБа, такве могућности су веома ограничене. Такође, везивање дигиталног новца за стабилну страну валуту би могло доћи у обзир код појединих држава, али за ЕЦБ тај модел свакако није применљив у случају емисије дигиталног новца.

У случају издавања дигиталног јавног новца, промовисање финансијске писмености би био један од кључних задатака било ког издаваоца, а у крајњем, ако је издавалац ЕЦБ, пројекти финансијског описмењавања становништва би морали да се спроводе на нивоу држава чланица. Помажући појединцима да доносе адекватне финансијске одлуке, доприноси се укупној економској стабилности.

Континуирано праћење економских индикатора омогућава креаторима политике да проактивно реагују на знаке нестабилности. Стога је улога централне банке и да буде у сталној зони комуникације са другим централним банкама, а поготово ако постоји тренд велике флукуације тражње или замене тражње дигиталних валута две или више централних банака. У том смислу може се говорити о глобалном удруживању ради управљања дигиталним новцем и савременим финансијским токовима, што ће у једном тренутку, вероватно, имати потенцијал да прерасте у јединствено тело које прати можда и једну, централизовану дигиталну валуту која би била емитована глобално од стране централних банака постојећих држава.

Данас, ЕЦБ обезбеђује јединствен оквир монетарне политике за еврозону, док се националне централне банке фокусирају на спровођење ових политика и управљање локалним финансијским системима. У случају издавања дигиталног новца ЕЦБ улази у круг издавоца који се баве дигиталном мером вредности. Управљање мером вредности у дигиталном облику свакако одређује издавоца у односу на територију којој гравитира, али и на међународном плану може да служи као узор, адекватан модел који је могуће широко применити и чак, ако финансијски показатељи то оправдавају, да промовишу конкретни дигитални новац који је управо та банка издала. Дакле, ЕЦБ потенцијално може имати улогу постављања узора за друге централне банке у области издавања и управљања дигиталним новцем.



### **III. О НЕЖНОСТИ ПРАВНОГ РЕГУЛИСАЊА И ИЗДАВАЊА ДИГИТАЛНОГ ЕВРА**

#### **1. Правни оквир за издавање дигиталног евра у монетарном законодавству Европске уније**

У циљу вршења припрема за издавање дигиталног евра, неопходно је било урадити дубинску анализу правних прописа на основу којих би Европској централној банци (ЕЦБ) било омогућено да изда дигитални новац. Неопходно је, дакле, било испитати примарни и секундарни мандат ЕЦБ у вези са издавањем дигиталне валуте. С тим у вези, Комитет економских и монетарних послова европског парламента (Committee on Economic and Monetary Affairs) је наручио дубинску анализу која је објављена под називом: “Digital euro’s legal framework. The legal framework concerning legal tender, privacy and inclusion” (анализа) у јуну 2023. године<sup>52</sup>. У даљем тексту следе коментари аутора на кључне закључке који се могу наћи у анализи.

##### ***1.1. Примарна и секундарна монетарна легислатива у функцији подршке дигиталним иновацијама и заштите корисника финансијских услуга***

Анализа указује на првенствени задатак ЕЦБа: да одржи стабилност цена, сходно члану 127. Уговора о функционисању Европске уније (ТФЕУ). ЕЦБ дефинише стабилност цена преко циљне стопе инфлације од 2% на средњи рок. Тако општа дефиниција оставља одрешене руке за предузимање различитих мера и не може бити омеђена политичким притисцима нити угрожавањем самосталности ЕЦБа. Питање издавања дигиталног евра у оквиру првог мандата се може рашчланити на неколико проблема.

Према анализи, први проблем јесте само издавање дигиталног евра. Члан 128(1) ТФЕУ наводи да ЕЦБ има искључиву надлежност да одобри издавање новчаница. Поред тога, новчанице могу да издају само ЕЦБ и националне централне банке. Уз одобрење ЕЦБа, државе чланице могу да издају и кованице. Ове новчанице и кованице

---

<sup>52</sup> Annelieke Mooij, Digital euro’s legal framework The legal framework concerning legal tender, privacy and inclusion, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 747.840 - June 2023, доступно дана: 24.10.2024. године на: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747840/IPOL\\_IDA\(2023\)747840\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747840/IPOL_IDA(2023)747840_EN.pdf)

су једина валута са статусом законског средства плаћања. Дигитални евро није ни новчаница ни кованица, стога се поставља питање како оправдати тумачење да ЕЦБ ипак има мандат да изда дигитални евро као легално средство плаћања.

Издавање дигиталног евра без додељивања статуса званичног средства плаћања је такође спорно. Анализа указује на судску праксу којом је Европски суд правде изнео став да је свака политика која иде у циљу обезвредњавања (обесмишљавања, прим.аут.) новчаница заправо недопуштена. Мисли се како на *de iure*, тако и на *de facto* акте. Из наведеног следи закључак да је издавање дигиталног евра једино могуће у складу са чл.133. ТФЕУ, односно у оквиру правила спровођења монетарне политике.

Још једно од питања које се поставља, према анализи, јесте да ли дигитални евро може да се продаје, односно мења за новац. Ако је званично средство плаћања, односно ако има исти статус као новчаница, онда је постављање овог питања бесмислено. Ако дигитални евро није званично средство плаћања, онда би било могуће и да се користи као финансијски инструмент, што можда не би била његова суштина нити би било у складу са идејом према којој је замишљен.

На послетку, ЕЦБ у оквиру својих мандата, издавањем дигиталног евра, треба да пропише читаву инфраструктуру која би подржала коришћење такве валуте. Да ли је то могуће учинити у оквиру њене улоге промовисања и осавремењивања операција платног система?

Други мандат ЕЦБа, према анализи, носи сасвим другачију перспективу. Постављају се два, више теоретска питања, с обзиром да судске праксе о тим питањима нема. Прво питање које треба размотрити у вези са секундарним мандатом је да ли садржина секундарног мандата подразумева право ЕЦБа за издавање дигиталног евра. Друго је питање у којој мери секундарно законодавство може ограничити ЕЦБ у вршењу њеног примарног и секундарног мандата.

ЕЦБ је у свом деловању везана и Повељом о основним правима Европске уније<sup>53</sup>. Рад на дефинисању и спровођењу монетарне политике омеђен је секундарним мандатом али и идејама утканим у Повељу о основним правима ЕУ. Дефинисани постулати Повељом, примењују се у актима свих институција које послују у оквиру ЕУ, укључујући и ЕЦБ. Примена Повеље је нарочито важна у ситуацији када се ЕЦБ суочи са изазовом између две опције монетарне политике које садрже међусобно

---

<sup>53</sup> Charter of Fundamental Rights of the European Union Select: 20 OJ C 326, 26/10/2012, p. 391–407 (BG, ES, CS, DA, DE, ET, EL, EN, FR, IT, LV, LT, HU, MT, NL, PL, PT, RO, SK, SL, FI, SV) OJ C 326, 26/10/2012, p. 391–407 (GA).

супростављене циљеве, основна права из Повеље могу одредити коју опцију ЕЦБ треба да изабере.

### ***1.2. Потреба за новелацијом монетарноправних прописа***

Од доношења прописа који претстављају основ деловања ЕЦБ прошло је више од две деценије. ИТ револуција са собом носи друштвене промене које прописи често не могу да испрате и редовно каскају за њима. Прописи који се директно односе на управљање монетарном политиком ЕУ изискују константно праћење и новелирање те се у том смислу може говорити и о општој потреби за новелирањем монетарноправних прописа.

Имајући у виду појачни интензитет развоја друштвених промена као директне последице ИТ револуције, новелирање монетарних прописа треба да обезбеди већу флексибилност у релацији регулатора и привреде. Примера ради, иновативни начин управљања дуговима у привреди могао би да пружи ефикаснију реакцију на промене на тржишту а тиме би могао да утиче и на додатну монетарну стабилност. Такође, новелирањем прописа, поготово са аспекта потенцијалног издавања дигиталног евра, може се утицати на бољу расподелу ризика међу учесницима у финансијском систему, смањујући укупан ризик и за зајмодавце и зајмопримце. Ажурирање норми може стимулисати развој тржишта тако што компанијама олакшава приступ страном капиталу, што потенцијално доводи до повећања инвестиција и економског раста на нивоу свих земаља чланица. Јаснији и једноставнији прописи могу побољшати међусобну усклађеност унутар унује и смањити административни терет за привреду, подстичући повољнију климу за улагања. Новелирањем система плаћања, додатно се стимулише проток робе а тиме и већи обрти чиме и тражња за валутом, што свакако утиче на предузимање акција у оквиру монетарне политике.

Прилагођавање норми може помоћи у усклађивању са најбољим међународним праксама, додатно повећавајући привлачност тржишта ЕУ као дестинације за стране инвестиције, које су све учесталије из земаља које бележе убрзани индустријски и технолошки развој. Прогресивне норме подстичу иновативна решења и инструменте финансирања, чиме се ствара динамичко финансијско окружење.

Финансијска тржишта све већи утицај трпе од наглог развоја разних облика дигиталне имовине. Новелирање норми се испоставља као нужност. Ажурирањем норми ЕЦБ-а, компаније би могле да имају бољи приступ ширем спектру опција финансирања, посебно са међународних тржишта, што би могло бити кључно за

ширење и конкурентност, нарочито у сфери дигиталног. При томе се не мисли само на повољније услове задуживања, већ на иновативне мере које могу омогућити већи раст, иновације и отварање нових радних места.

Новине које доносе промене у оквиру нове технолошке револуције могле би створити инклузивније опције финансирања, посебно за стартапове и мала и средња предузећа, која се често боре да обезбеде финансирање. Финансирање је уско повезано са проценом ризика од стране инвеститора. Уколико се постигне већа транспарентност пословања и тржишних односа, то ће евентуални инвестициони резултат бити извеснији а тиме и очекивања инвеститора. Стога будуће новелирање прописа треба да обухвати и процес подизања транспарентности пословања финансијског тржишта.

Такође, ажуриране норме би могле да интегришу начела заштите животне средине промовишући праксе одрживог улагања које су у складу са глобалним циљевима одрживости. Диверзификацијом извора финансирања, компаније могу постати мање рањиве на националне економске флукуације, доприносећи укупној економској стабилности. Треба додатно радити и на повећању конкуренције, како на међубанкарском тржишту тако и у осталим сферама повезаних тржишта са финансијским.

Све промене, односно свако новелирање прописа требало би да буде у циљу континуираног прилагођавања технолошким променама. Како се финансијска технологија развија, прилагођавање норми ЕЦБ би могло ићи у правцу побољшавања ефикасности и ширег омогућавања приступа.

Новелирање норми свакако мора бити праћено контролом, односно провером приджавања основних начела свеукупног тржишта ЕУ. Може се рећи да је један од циљева увођења дигиталног евра да побољша приступ финансијским услугама за оне који тренутно не користе банкарске услуге. Међутим, мора се водити рачуна да се новелирањем прописа и промовисањем дигиталног избегне процес дигиталног искључивања становништва који нема потребна знања и вештине. Стога би примарни фокус ЕЦБа приликом задовољења потребе новелирања прописа морао да буде приступ дигиталном еврџу на начин који ће омогућити и људима са ограниченим дигиталним вештинама да истом приступе и да га успешно користе.

## **2. Трошкови и користи издавања дигиталног евра у пракси**

Питање трошкова издавања дигиталног евра се, према експертском мишљењу датом од стране представника Визбург универзитета<sup>54</sup>, своди на техничка питања.

---

<sup>54</sup> P. Bofinger, T. Haas, The Digital Euro Benefits, Costs and Risks, University Würzburg, July 2023 Expert

Пре свега, постоји трошак успостављања целокупног система плаћања дигиталним евром. Доношење прописа није, са финансијске стране гледано, кључни предуслов за функционисање новог система. Осим осмишљавања система у нормативном смислу, неопходно је бавити се и техничким детаљима који су финансијски потенцијално веома исцрпни. Ово укључује развој софтвера, набавку хардвера и системску интеграцију. Прилагођавање постојећим решењима може бити веома скуп процес. Такође, само испуњавање законских и регулаторних захтева на нивоу националних држава може укључивати значајне трошкове, као што су ревизије, сертификације и системи усклађености. Увођење дигиталне валуте је фактички нови вид размишљања и начину плаћања, слично ономе када се са кованог златног новца прешло на папирни те је потребна обука за ефикасно коришћење новог система, што може укључивати директне трошкове (сесије обуке) и индиректне трошкове (изгубљена продуктивност током транзиције). Неопходно је доградити и постојећу ИТ инфраструктуру, нарочито на релацији пословне банке – национална банка – ЕЦБ и обратно. У зависности од платног система, могу постојати накнаде за обраду трансакција, које се временом могу повећати и које се морају сагледавати и на националном (због пословних банака) нивоу, али и на нивоу ЕУ. Нови систем ће изискивати одржавање, што ће засигурно додатно повећати манипулативне трошкове; пре свега се мисли на текуће одржавање, техничку подршку и ажурирање система.

Циљ емисије дигиталног евра јесте подизање нивоа његовог коришћења. Свако другачије размишљање по том питању могло би се сматрати нелогичним. С тим у вези, информисање корисника платног промета о новом систему може укључивати маркетиншке трошкове, посебно ако се направи значајна разлика у функционисању плаћања, што ће зависити од одабраног техничког решења. Подизање нивоа коришћења може зависити и од корисничке подршке, односно од дизајна модела корисничког искуства. Обезбеђивање беспрекорног корисничког искуства може захтевати улагање у дизајн и континуирано тестирање употребљивости система.

Оно на шта треба обратити посебну пажњу јесу трошкови омогућавања безбедног коришћења система, тј. трошкови имплементације појачаних мера безбедности, нарочито имајући у виду степен технолошке писмености крајњих корисника система. У том контексту, треба очекивати и повећање ресурса за корисничку подршку за решавање упита и проблема у вези са новим системом плаћања.

Напокон, треба предвидети сет трошкова за интеграцију система у националним државама и прилагођавање комуникације са различитим платформама и услугама. Један од најизазовнијих задатака по питању финансијске издашности може бити и управљање променама (нормативним, финансијским, техничким), које се морају испратити у свим земљама чланицама.

Иако осврт на трошкове указује на веома скуп процес, увођење дигиталног евра би потенцијално могло да да многе позитивне ефекте. Пре свега, увођењем дигиталног евра могу се значајно унапредити трансакције, смањујући време и трошкове повезане са традиционалним методама плаћања. Дигитални еврo може побољшати приступ финансијским услугама за становништво које не коирсти банкарске услуге и становништво које нема довољно средстава, омогућавајући већем броју људи да учествују у тржишним кретањима. Нарочито је то случај у релацији прекограничне размене. Развојем коришћења дигиталног евра може се очекивати смањење накнаде за прекогранична плаћања и дознаке. Дигитални еврo може да обезбеди централним банкама нове алате за ефикасније спровођење монетарне политике, потенцијално побољшавајући економску стабилност.

Размишљања о употреби дигиталног евра, трошковима и предностима које потанцијално нуди намећу низ нових питања. Уколико дигитални еврo у једном тренутку постане главни систем плаћања, која би улога централних банака била? Да ли се увођењем дигиталног евра, односно његовим омасовљавањем полако губи примат националних банака, у оквиру ЕУ, и улога националних банака, на индиректан начин, предаје ЕЦБу. И не само то, уколико дигитални еврo буде био прихваћен као нова светска валута, какав ће бити однос националних централних банака и ЕЦБа. Оно што је важно приметити јесте и нова потенцијална могућност примене дигиталног евра и у оквиру виртуелних светова, што отвара потпуно нове дилеме и размишљања, поготово имајући у виду да су и данас многе трансакције у оквиру појединих дигиталних решења потпуно ван домаћаја успостављених финансијских система.

### **3. Утицај дигиталног евра на будуће обликовање надлежности централних банака**

Увођење дигиталног евра ће свакако променити слику прописа на нивоу ЕУ, а тиме и на нивоу националних држава. Поставља се питање, у случају омасовљења употребе дигиталног евра, која би била улога централних банака. У почетном периоду, може се очекивати да дигитални еврo омогући директнији а не директни пренос

монетарне политике. Националне централне банке ће морати да прилагоде своје алате и оквире за управљање дигиталном валутом, потенцијално централизујући неке функције у оквиру ЕЦБа, а потом, можда и преносећи надлежности на ЕЦБ. Реално је очекивати да ће националне банке изгубити одређену контролу над домаћим платним системима, јер би централизована дигитална валута могла да стандардизује трансакције широм еврозоне. Било би нужно ускладити прописе са прописима ЕЦБ, потенцијално смањујући своју индивидуалну надлежност над аспектима као што су финансијска стабилност и заштита потрошача. Потпуни прелазак на дигитални евро је теоријска могућност која би можда била имплементирана у мало даљој будућности. У том случају, управљање финансијском стабилношћу би било централизовано и у рукама ЕЦБа. Међутим, ЕЦБ би, заједно са централним банкама држава чланица еврозоне морала да се такмичи за популарност своје у односу на друге постојеће приватне дигиталне валуте.

Дакле, увођење дигиталног евра ће унапредити сарадњу националних банака и ЕЦБа истовремено доводећи у питање њихове традиционалне улоге и јурисдикције. Централизација монетарног система је могућа само уколико све државе чланице еврозоне прихвате такав пројекат, али ни тај сценарио није толико невероватан. Такав подухват би смањио аутономију националних централних банака у доношењу одлука. Ова промена би такође могла покренути расправе о односу снага између националних власти и органа ЕУ. Кључна улога националних централних банака била би омогућавање да предности дигиталног евра буду доступне свим грађанима, укључујући и оне који не користе банкарске услуге, немају довољно средстава или нису довољно дигитално писмени да би могли да користе било које услуге повезане са дигиталним евром. У том смислу, централне банке би имале кључну улогу и у дефинисању захтева према техничко-технолошким решењима. Појединачно дефинисање захтева било би значајно дуготрајније и скупље у односу на могућност заједничког дефинисања (на нивоу еврозоне), па се може очекивати потенцијално формирање заједничког тела које би се бавило дефинисањем захтева уз потпуно уважавање свих различитости које потичу из различитих система, социјалног и образовног статуса различитих држава. Активно укључивање у процес ће свакако бити нужно и за многа регулаторна тела, на нивоу националних држава, нарочито у погледу имплементације безбедносних прописа у области приступа интернету, заштити података, безбедности услуга и сл.

Увођење дигиталног евра могло би да утиче и на постојећи банкарски сектор. Одобравање држања дигиталног евра директно у централној банци довело би до

брисања депозита у националним банкама, што би на неки начин обесмислило њихово постојање, осим у делу платног промета. У том правцу су и приметна кретања тржишта, са депозитне активности банке се фокусирају на инвестициону. У транзиционом периоду, националне централне банке би се нашле у позицији промотера дигиталног евра. Поверење које грађани сваке државе имају у своју централну банку ће свакако бити нужно искористити ради промоције коришћења дигиталног евра.

Увођење дигиталног евра би омогућило централним банкама да се баве развојем финансијских услуга у новом дигиталном окружењу. Стварање нових решења изискује велику оперативу и трошкове, стога би централне банке биле приморане да обезбеде одговарајуће кадрове ради боље припреме за нове услуге.

Укратко речено, дигитални евро могао би дубоко да преобликује улоге националних централних банака, подстичући их да се прилагоде новом монетарном окружењу које наглашава сарадњу, иновације и интегрисанији приступ економском управљању.



## ЗАКЉУЧАК

Европска централна банка (ЕЦБ) игра кључну улогу у одржавању монетарне стабилности еврозоне. Основана је као део Европске монетарне уније (ЕМУ) и од тада се развијала и прилагођавала економским изазовима. Основни циљ ЕЦБ-а је одржавање стабилности цена у еврозони, што се постиже контролом инфлације и координацијом економске политике земаља чланица. ЕЦБ је такође одговорна за економску интеграцију и стабилност еврозоне, као и за управљање евром, који је званична валута у већини држава чланица.

Према члану 127. Уговора о функционисању Европске уније, примарни циљ ЕЦБа је одржавање стабилности цена, што је дефинисано као инфлација испод 2% у средњем року. ЕЦБ има дискреционо право да интервенише на тржишту у циљу очувања стабилности. Овај циљ подразумева контролу инфлације и осигурање куповне моћи евра. Јасно је да ЕЦБ има велику слободу у одређивању стабилности цена, те њен рад зависи од различитих фактора који утичу на инфлацију. Европски суд правде је потврдио да је дефинисање инфлације "испод 2%" оправдано и да је у складу са правним оквиром ЕЦБа. ЕЦБ такође игра важну улогу у решавању економских криза у еврозони, као што је био случај са кризом државног дуга у земљама попут Грчке, где је примењивала мере као што су куповина обвезница и финансијска помоћ земљама у невољи.

ЕЦБ има обавезу да подржи општу економску политику Европске уније у циљу постизања њених циљева. Ова закономерност може имати два начина разумевања. Прво, може се тврдити да ЕЦБ није одговорна за економски раст који је у надлежности држава чланица. С друге стране, шире тумачење укључује подршку свим политикама ЕУ, као што су пореска, регулаторна и еколошка, са циљем постизања општег напретка Уније. ЕЦБ, дакле, није супервлада свих чланица ЕУ, али има улогу у промовисању одрживог економског раста, који укључује подстицање инвестиција, иновација и продуктивности. Иако је политика запошљавања у надлежности држава чланица, ЕЦБ заговара идеју да здраво тржиште рада доприноси економској стабилности. Такође, ЕЦБ активно ради на смањењу економских неједнакости унутар ЕУ, посебно кроз подршку отвореном тржишту и мерама за побољшање регионалне равномерности развоја.

ЕЦБ се такође стара о стабилности банкарског сектора, који је кључан за економску стабилност. У савременим околностима, ЕЦБ се мора прилагодити новим

технологијама, укључујући дигиталну револуцију, како би осигурала стабилност и ефикасност монетарне политике, али и одговорила на глобалне изазове и финансијске иновације.

Дигитална револуција и процес дигитализације омогућавају ЕЦБу боље праћење економских индикатора и финансијских тржишта, што јој помаже да брже реагује на кризе. Савремене технологије такође утичу на развој финансијских система и прекограничне трансакције, што захтева нове стратегије у управљању ликвидношћу и монетарном политиком.

Као одговор на раст продуката дигиталне револуције, као што су појава криптовалута и дигиталних токена, ЕЦБ разматра увођење дигиталног евра. Такав подухват захтевао би нове законодавне и регулаторне промене, што би могло значајно утицати на начин на који ЕЦБ спроводи монетарну политику и њене односе са другим финансијским институцијама. Дигитални евро би могао постати нови облик сувереног јавног новца у еврозони. Основни циљ ЕЦБа је одржавање стабилности цена у еврозони, али такође настоји да се прилагоди изазовима које доноси дигитализација и све већа употреба приватних дигиталних валута. У овом контексту, дигитални евро би представљао одговор на потребу за модернизацијом система плаћања и одговор на смањење употребе готовине. Фокус ЕЦБа је на развоју инфраструктуре и провајдера који ће омогућити његово функционисање. ЕЦБ се труди да задовољи потребу за јасним правним оквиром који ће подржати иновације, уз истовремено осигурање правне сигурности и заштите корисника финансијских услуга. На основу нормативне и економске ефективности правног оквира, који ће регулисати издавање дигиталног евра, може се пројектовати како ће овај процес утицати на финансијске и банкарске системе у пракси. Поред тога, нужно је извршити анализу и омеђити потребу за прилагођавањем монетарног законодавства и размотрити како ће дигитални евро утицати на будуће надлежности централних банака, посебно у контексту све већег значаја дигиталне имовине у глобалном економском окружењу.

Дигитална имовина обухвата све што је записано у бинарном формату и може бити преносиво или подложно разменама путем дигиталних платформи. Најчешће укључује криптовалуте и дигиталне токене, али и виртуелне артефакте као што су НФТ. Правни системи широм света су се суочили са проблемом како да дефинишу дигиталну имовину. У већини случајева, наметнуто је питање да ли ова средства треба третирати као нову категорију својине, или их укључити у традиционалне категорије својине као неопипљиве ствари. Република Србија је, на пример, у свом Закону о

дигиталној имовини дефинисала појам дигиталне имовине као "дигитални запис вредности који се може дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити", али је ограничила овај појам на криптовалуте и виртуелне токене, не обухватајући широк спектар других дигиталних средстава. ЕУ је у 2023. години усвојила Регулативу о криптоактиви, која представља један од најнапреднијих покушаја да се регулише овај сектор на међународном нивоу. Регулатива захтева да сви издаваоци криптовалута креирају белу књигу која ће бити подложна одобрењу од стране надлежних органа, а непоштовање ових правила води ка новчаним казнама. Ова регулатива не само да поставља стандарде за рад издаваоца дигиталних валута, већ и штити потрошаче и инвеститоре, спречавајући манипулације и негативне шпекулативне праксе. У свету се такође бележе почеци нормативног уређења предметне материје. У литератури се често наводе примери Хонг Конга и Сједињених Америчких Држава, али и других држава широм развијеног света. Основна специфичност у регулисању дигиталне имовине лежи у томе што ова врста имовине, уместо физичког облика, постоји само у дигиталном облику, што поставља нове изазове у погледу права власништва, преноса и наслеђивања. Како се већина ових средстава трансакционише преко блокчејн мрежа или других дигиталних платформи, постоји потреба за развојем нових правних оквира који ће омогућити заштиту инвеститора и потрошача, али истовремено стимулисати иновације и развој нових технологија.

Дигитална имовина, као нови облик финансијског инструмента, има велики потенцијал да трансформише концепт пословних и банкарских финансија. Модерни системи плаћања и управљања новцем, укључујући блокчејн технологију и дигиталне валуте, омогућавају већу ефикасност, брже и јефтиније трансакције, али такође уносе нове изазове у смислу регулисања и сигурности.

Управљање дигиталним новцем захтеваће нови приступ у свим аспектима монетарне политике. Централне банке ће морати да пронађу баланс између традиционалних инструмената монетарне политике, као што су каматне стопе и операције на отвореном тржишту, и нових мера које ће бити потребне за управљање дигиталним новцем. Један од најважнијих задатака биће образовање јавности о користима и ризицима коришћења дигиталног новца. С тим у вези, важно је развијати финансијску писменост на нивоу држава чланица, како би се осигурало да потрошачи разумеју потенцијалне предности и мане овог новог инструмента.

Како се дигиталне валуте буду све више усвајале, очекује се да ће једног дана доћи до глобалне сарадње и, можда, једне централизоване дигиталне валуте која би

могла да замени традиционални новац. Овакав модел би могао да постане основа за нови глобални финансијски систем, али би такође довео до дубоких економских и политичких промена. У том контексту, важна улога централних банака биће да дефинишу оквире и смернице за ову нову стварност.

Дигитални евро ће захтевати развој нових технолошких решења, што ће поставити додатне изазове за централне банке. Одговорност за дефинисање техничких захтева и стандардизацију решења биће важна у контексту националних и европских различитости. Локални и социјални фактори, као и образовни статус различитих земаља, мораће да се узму у обзир приликом дефинисања ових захтева. С обзиром на сложеност и дуготрајност процеса, могућност заједничког дефинисања техничких и регулаторних стандарда на нивоу еврозоне постаје атрактивна и економски оправдана опција. Такође, активна укљученост регулаторних тела на националном нивоу биће неопходна ради имплементације безбедносних прописа, као што су заштита података, безбедност услуга и контроле приступа интернету. Дигитални евро има потенцијал да дубоко промени улогу националних централних банака, подстичући их да се прилагоде новом дигиталном окружењу које ће нагласити сарадњу и иновације. У овом процесу, централне банке ће морати да преузму нове улоге, како би осигурале инклузивност и финансијску стабилност, али истовремено да се прилагоде новим технолошким и регулаторним изазовима. Централизација монетарног система и смањење аутономије националних банака могу довести до нових питања у вези с односима између националних и европских власти, али истовремено отворити нове могућности за развој нових финансијских услуга како на европском, тако и на глобалном нивоу.

## ПОПИС КОРИШЋЕЊЕ ЛИТЕРАТУРЕ

### Књиге и чланци

1. Barnatt Christopher „The second digital revolution“, *Journal of General Management*, Vol. 27, No. 2 (2001);
2. Vangie Veal, Digital Revolution, приступљено 10.9.2024. године на: <https://www.techopedia.com/definition/23371/digital-revolution>;
3. Голубовић Срђан, *Европска монетарна унија - Институционални аспекти*, Центар за Публикације Правног факултета, 2007;
4. Голубовић Срђан, *Фискална правила у Европској монетарној унији*, Студентски културни центар, Ниш, 2012;
5. Gortsos Christos, *The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023): Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis*, EIZ Publishing, Zurich, 2024;
6. Димитријевић Жарко, "Does IT Revolution Force States to Erase Fundamental Principles of Knowledge Management?", PaKSoM 2021;
7. Димитријевић Жарко, "Smart Algorithms as a Prerequisite for the Use of Artificial Intelligence in Judicial Decision-Making", *Harmonius*, Вол. 1 (2023);
8. Димитријевић Марко, „О процесној легитимацији Европске централне банке у монетарним споровима“, *Право и привреда*, 2(2018);
9. Димитријевић Марко, *Право Европске централне банке*, Центар за Публикације Правног факултета у Нишу, 2023;
10. Diptiben Ghelani, “Cyber Security, Cyber Threats, Implications and Future Perspectives: A Review”, *American Journal of Science, Engineering and Technology*, Vol. 3, No. 6 (2022);
11. Ioannidis Michael, Jane, Sarah, Hlásková Murphy, Zilioli Chiara, *The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review*, European Central Bank, Occasional Paper Series, No 276, 2021;
12. Lough William H., *Business Finance. A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*, The Ronald Press Company, New York, 1919.
13. Merigó José M., Anna M. Gil-Lafuente, "New decision-making techniques and their application in the selection of financial products", *Information Sciences* 180, no. 11 (2010);

14. Muradyan V. Svetlana, „Digital Assets: Legal Regulation and Estimation of Risks“, *Journal of Digital Technologies and Law*, Vol. 1(2023);
15. Mystakidis Stylianos, "Metaverse", *Encyclopedia 2*, no. 1 (2022), pp. 486-497;
16. Romero Ugarte, José Luis, "Distributed ledger technology (DLT): introduction", *Banco de Espana Article 19* (2018);
17. Shekhar Sarmah, Simanta; “Understanding Blockchain Technology”, *Computer Science and Engineering*, 8(2018);
18. Technical features of Outright Monetary Transactions, ECB Press Release, 6 September 2012;
19. Tobias Adrian, Tommaso Manicini-Griffoli, “The Rise of Digital Money”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol.13 (2021);
20. Toygar Alp, Taipe Rohm Jr, Zhu Jake, „A New Asset Type: Digital Assets“, *Journal of International Technology and Information Management*, Vol. 22, Iss. 4 (2013);
21. Huang Renke, Jiachi Chen, Yanlin Wang, Tingting Bi, Liming Nie, Zibin Zheng, *An overview of WEB3 technology: Infrastructure, applications, and popularity*, Blockchain: Research and Applications, 2023.

#### **Прописи и судске одлуке:**

1. Case C-493/17, Heinrich Weiss and Others, EU:C:2018:1000, Judgment of the Court (Grand Chamber) of 11 December 2017, Proceedings brought by Heinrich Weiss and Others. Request for a preliminary ruling from the Bundesverfassungsgericht. Reference for a preliminary ruling — Economic and monetary policy — Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank — Validity — Secondary markets public sector asset purchase programme — Articles 119 and 127 TFEU — Powers of the ECB and the European System of Central Banks — Maintenance of price stability — Proportionality — Article 123 TFEU — Prohibition of monetary financing of Member States in the euro area.
2. Charter of Fundamental Rights of the European Union Select: 20 OJ C 326, 26/10/2012, p. 391–407 (BG, ES, CS, DA, DE, ET, EL, EN, FR, IT, LV, LT, HU, MT, NL, PL, PT, RO, SK, SL, FI, SV) OJ C 326, 26/10/2012, p. 391–407 (GA).
3. Council implementing decision (EU) 2015/1181 of 17 July 2015: on granting short-term Union financial assistance to Greece, Official Journal of the EU, 18 July 2015.
4. Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union Protocol (no 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, OJ C 202, 7.6.2016, p. 230–250.

5. Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17).
6. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.
7. Закон о дигиталној имовини, "Сл. гласник РС", бр. 153/2020.
8. Treaty Establishing the ESM, signed on 2 February 2012 - consolidated version following Croatia's accession to the ESM, T/ESM 2012-HR/en 1.
9. Judgment of the Court (Grand Chamber) of 16 June 2015. Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag.
10. Request for a preliminary ruling from the Bundesverfassungsgericht. Reference for a preliminary ruling — Economic and monetary policy — Decisions of the Governing Council of the European Central Bank (ECB) on a number of technical features regarding the Eurosystem's outright monetary transactions in secondary sovereign bond markets — Articles 119 TFEU and 127 TFEU — Powers conferred on the ECB and the European System of Central Banks — Monetary policy transmission mechanism — Maintenance of price stability — Proportionality — Article 123 TFEU — Prohibition of monetary financing of Member States in the euro area Case C-62/14.
11. Treaty on the Functioning of the European Union, Document 12012E/TXT, Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union, OJ C 326, 26.10.2012, p. 47–390 (BG, ES, CS, DA, DE, ET, EL, EN, FR, IT, LV, LT, HU, MT, NL, PL, PT, RO, SK, SL, FI, SV) OJ C 326, 26.10.2012, p. 47–390 (GA)
12. Insight report, Digital Assets Regulation: Insights from Jurisdictional Approaches, World Economic Forum, October 2024 доступан на дан: 14.10.2024. године на адреси:  
[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Digital\\_Assets\\_Regulation\\_2024.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Digital_Assets_Regulation_2024.pdf).
13. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937 (Text with EEA relevance) PE/54/2022/REV/1.

14. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.
15. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) Text with EEA relevance.
16. S.4155 - Lummis-Gillibrand Payment Stablecoin Act од 17.4.2024.

### **Електронски извори:**

1. Званична web презентација Европске централне банке, године, <https://www.ecb.europa.eu> & [https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/progress/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/index.en.html)
2. Званична презентација Европског стабилизационог механизма, <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/runaway-train-greek-sounds-alarm>.
3. Koola, Pauline; The banks of the future, <https://www.pwc.co.tz/press-room/the-banks-of-the-future.html#:~:text=%E2%80%9CWe%20need%20banking%2C%20but%20we,%20startups%20disrupting%20the%20banking%20space>.
4. Financial Stability Institute, “FSB proposed framework for the international regulation of cryptoasset activities – Executive Summary”, доступно на: [https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/fsb\\_cryptoassets.pdf](https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/fsb_cryptoassets.pdf) на дан: 15.10.2024. године.
5. Financial Services and the Treasury Bureau, Policy Statement on Development of Virtual Assets in Hong Kong, доступно на дан: 16.10.2024. године [https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000454\\_404805\\_1\\_1667173469522.pdf](https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000454_404805_1_1667173469522.pdf).
6. Potter, Yujin, Jihee Kim, Yongdae Kim, and Dawn Song, "The trilemma of stablecoin", 4/2021, p. 2. Available at : Potter, Yujin and Kim, Jihee and Kim, Yongdae and Song, Dawn, The Trilemma of Stablecoin (September 4, 2021). Доступно на: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3917430>.
7. Central bank digital currencies – Executive Summary, доступно дана: 17.10.2024. године: <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/cbdc.pdf>.



8. Annelieke, Mooij; Digital euro's legal framework The legal framework concerning legal tender, privacy and inclusion, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 747. 840 - June 2023.[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747840/IPOL\\_IDA\(2023\)747840\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/747840/IPOL_IDA(2023)747840_EN.pdf).
9. Bofinger, Peter; Haas, Thomas; The Digital Euro Benefits, Costs and Risks, University Würzburg, July 2023 Expert opinion commissioned by the Bank and Insurance Division of the Austrian Economic Chambers: <https://www.wko.at/oe/bank-versicherung/gutachten-digitaler-euro-englisch.pdf>.

## Надлежност Европске централне банке у околностима дигиталне револуције: пример дигиталног евра

### САЖЕТАК

*Кључне речи:* дигитални евро, ЕЦБ, монетарне финансије, монетарна легислатива, монетарне иновације.

Европска централна банка, почевши од свог оснивања, па надаље, претставља узданицу земаља чланица Европске уније у одржавању стабилности услова на тржишту. Правни основ за тако нешто проналази се у Уговору о оснивању Европске уније. Међутим, тренд наглог развоја дигиталних технологија је многе привредне гране приморао да редефинишу своје основе, па се сличан сценарио може очекивати и на нивоу Европске централне банке. Оно, што и сама банка најављује, јесте испитивање могућности и последица увођења дигиталне валуте, односно дигиталног евра. Аутор у раду пре свега указује на академске дискусије у погледу испитивања правног основа Европске централне банке за издавање дигиталног евра, а потом и на њену улогу након његовог увођења. Не само да се у раду указује на будућу улогу Европске централне банке, већ се читалац и упућује на упоредно-правна решења и очекивања зналаца из те области на глобалном нивоу. Иако је технички могуће врло брзо увести дигитални евро, врло је тешко сагледати апсолутно све последице и трошкове које би таква мера изазвала. Потенцијална штета која би настала уколико би дошло до одуговлачења процеса увођења дигиталног евра могла би бити знатно већа у односу на штету која би евентуално настала након повлачења тако круцијалног потеза, те је потребно сагледати у потпуности све разлоге за и против увођења дигиталног евра.

**The European Central Bank jurisdiction in the circumstances of the digital revolution:  
the example of the digital euro**

**SUMMARY**

*Keywords: digital euro, ECB, monetary finance, monetary legislation, monetary innovations.*

Since its establishment, the European Central Bank has been the hope of the European Union member states in maintaining the stability of market conditions. The legal basis for this is the Treaty establishing the European Union. However, the rapid development of digital technologies has forced many economic sectors to redefine their foundations so that a similar scenario can be expected at the level of the European Central Bank. What the bank itself announces is the examination of the possibilities and consequences of the introduction of a digital currency, i.e. a digital euro. The author of the paper primarily points to academic discussions regarding the examination of the legal basis of the European Central Bank for issuing a digital euro, and then to its role after its introduction. Not only does the paper point to the future role of the European Central Bank but the reader is also referred to comparative legal solutions and the expectations of experts in this field at the global level. Although it is technically possible to introduce a digital euro very quickly, it is very difficult to see absolutely all the consequences and costs that such a measure would cause. It used to be easier to measure the damage that would occur if the introduction of the digital euro was delayed than to predict all the events and developments after such a crucial move was made.

## Биографија

Ксенија Димитријевић је након основне школе, завршила Гимназију у Лесковцу. На Правном факултету у Нишу је дипломирала 2006. године. Већи део своје каријере је провела у банкарском сектору, радила у две банке, некадашњој Alpha банци и Unicredit банци, и након положеног правосудног испита, са места регионалног правног саветника 2015. године, започиње самосталну каријеру адвоката. Током бављења адвокатуром, трудила се да се специјализује за послове банкарства и успела је да добије поверење појединих банака и да их заступа у одређеним врстама спорова, као и да прошири своја знања и видике у другим областима: радно право, право заштите животне средине, ИТ право. Коатур је неколицине радова који се директно или индиректно баве материјом из наведених области. 2022. године уписује мастер студије на свом матичном факултету, како би додатно проширила своја знања, са намером да их касније примени у пракси. Удата је, мајка је троје малолетне деце.

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ  
ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА МАСТЕР РАДА**

Име и презиме аутора мастер рада: Ксенија Димитријевић

Наслов мастер рада: “Надлежност Европске централне банке у околностима дигиталне револуције: пример дигиталног евра”

Ментор: Марко Димитријевић

Изјављујем да је електронски облик мастер рада у pdf формату истоветан штампаном облику, који сам предао/ла Правном факултету Универзитета у Нишу.

У Нишу, 28.01.2025. године

Потпис аутора

---

## ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ И ОДОБРАВАЊУ ОБЈАВЉИВАЊА МАСТЕР РАДА

Изјављујем да је мастер рад, под насловом “Надлежност Европске централне банке у околностима дигиталне револуције: пример дигиталног евра” пријављен и одбрањен на Правном факултету Универзитета у Нишу:

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да овај мастер рад у целини, нити у деловима, нисам пријављивао/ла на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се овај мастер рад чува у библиотеци и објави на сајту Правног факултета Универзитета у Нишу, са подацима о датуму одбране и комисији пред којом је рад брањен.

Аутор мастер рада: Ксенија Димитријевић

У Нишу, 28.01.2025. године

Потпис аутора

---