

ЗАКОНОДАВНА СПРЕМНОСТ ЗА ДИГИТАЛНУ СТВАРНОСТ: ТОКЕНИЗАЦИЈА У СРПСКОМ ЗАКОНОДАВСТВУ**

DOI: 10.5937/zrpfno-59633

UDK: 342.23:004.78(497.11)

UDK: 336.7:004.78(497.11)

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

Примљен: 20.06.2025.

Исправљен: 28.07.2025.

Прихваћен: 28.08.2025.

Апстракт: *Рад се бави анализом правног оквира токенизације у Републици Србији, са фокусом на дигиталне токене као специфичан облик дигиталне имовине, дефинисан Законом о дигиталној имовини. У раду се указује на основне типове токена, као и на изазове њихове правне квалификације, посебно у погледу раздвајања од виртуелних валута и утврђивања да ли имају карактеристике финансијских инструмената. Анализира се и правна регулатива у вези са токенизацијом хартија од вредности и непокретности, уз посебан осврт на технолошка ограничења примене DLT-а (технологије дистрибуиране евиденције) у оквиру постојећих институционалних механизма. Рад указује на недостатак прецизних критеријума за класификацију токена у српском праву, као и на потребу за јаснијим и подстицајнијим смерницама. Циљ овог*

* Редовни професор, Правни факултет Универзитета у Нишу, имејл: ljubica@prafak.ni.ac.rs, ORCID 0000-0002-0475-4454

** Рад је настао као резултат финансирања од стране Министарства науке, технолошког развоја и иновација РС, по Уговору евиденциони број 451-03-137/2025-03/200120 од 4. 2. 2025. године..

** Рад је изложен на 11. јубиларној Међународној научној конференцији „Охридска школа права - 2025“, одржаној од 15. до 18. маја 2025. године у Охриду, Република Северна Македонија.

рада је да укаже на потребу унапређења постојећег законодавства ради обезбеђивања веће правне сигурности, подстицаја иновација и омогућавања ширег прихватања токенизације у Републици Србији.

Кључне речи: *дигитални токени, токенизација, Закон о дигиталној имовини, ефекти примене законских одредби.*

1. Увод

Ригидност правног система посебно се испољава у контексту дигиталних технологија, које уводе иновативне алтернативе постојећим, правно уређеним друштвеним односима. Право, по својој природи, развија се постепено кроз формалне законодавне процедуре, судску праксу и правну доктрину. Насупрот томе, савремене дигиталне технологије карактерише експоненцијални развој, децентрализована структура, алгоритамска аутоматизација процеса, као и глобални домет који омогућава усмеравање активности ка јурисдикцијама са повољнијим регулаторним режимима. Глобална природа дигиталних технологија значајно утиче на ефикасност правне регулације и степен правне сигурности. Транснационални карактер дигиталних активности, које не признају територијалне границе, интензивира изазове у погледу територијалне примене права, нарочито у контексту „одређивања релевантних чињеница према којима се решава сукоб јурисдикција и одређује надлежност судова једне земље у некој правној ствари“ (Пак, 1995: 24). Не мање значајно питање представља начин на који се дигитална стварност интегрише и регулише у оквиру националних правних система. У овом раду анализирамо српску правну регулативу у области дигиталне имовине, конкретно, правни и технолошки аспект дигиталних токена, с циљем апострофирања подстицајних и ограничавајућих правних решења који утичу на процесе токенизације у Републици Србији.

Крипто заједница користи различите облике дигиталне имовине, која представља унапређену верзију традиционалне имовине. Због термилошке прецизности, појам *дигитална имовина* посматрамо као шири појам у односу на *крипто имовину*, која је искључиво заснована на технологији дистрибуиране евиденције (енгл. Distributed Ledger Technology – DLT), за разлику од дигиталне имовине која може бити заснована на DLT-у или некој другој технолошкој основи. Активности повезане са крипто имовином одвијају се у складу са тзв. крипто правилима, која учесници добровољно прихватају. Увођење крипто имовине у правне оквире може бити од користи за крипто заједницу само уколико правна

регулатива не омета динамику технолошког развоја и уколико обухвата целокупну дигитално унапређену имовину. У супротном, развој крипто технологија наставиће се изван постојећих правних оквира. Циљ овог рада јесте указивање на значај дигиталних токена и анализа спремности српског законодавства да прихвати и подржи токенизационе процесе.

Дигиталну имовину чине различити токени чији правни третман зависи од категорије којој припадају. Правна класификација дигиталне имовине заснива се на идентификацији фактора који одређују сврставање појединачног токена у конкретну категорију. Ови фактори, пре свега, обухватају врсту права повезану са дигиталном имовином, начин приступа токенима, њихову економску функцију и преносивост. У тренутном српском правном систему не постоје посебно дефинисани критеријуми који би омогућили јасну и доследну класификацију дигиталне имовине и дигиталних токена. Ово доводи до правне неизвесности за креаторе и кориснике токена, као и до могућности слободног правног квалификовања токена од стране надзорних органа, што може резултирати неуједначеним третманом сличних токена. У наредној фази правног унапређења ове области, неопходно је дефинисати ове критеријуме.

У студији објављеној у Кембриџ центру за алтернативне финансије (енгл. Cambridge Centre for Alternative Finance) наводи се да је обично „први корак ка регулисању крипто имовине разликовање крипто имовине која се сматра хартијама од вредности од других врста крипто имовине“ (Blandin, Cloots, Hussain, Rauchs, Saleuddin, Allen, Zhang, Cloud, 2020). Ово разграничење је од суштинског значаја због постојећих сличности између одређених категорија дигиталних токена и традиционалних финансијских инструмената, услед чега законодавци често изједначавају њихов правни третман. Дигитални токен, у технолошком смислу, представља вредност у дигиталном облику (нпр. потраживање или дигитализовану верзију стварне или финансијске имовине), која се може креирати и размењивати у дистрибуираној бази података (као што су Blockchain и друге технологије дистрибуираних записа / евиденције). Активности посредника у области крипто имовине често су сличне активностима на традиционалним финансијским тржиштима, на пример, улога крипто берзи може се упоредити са улогом регулисаних финансијских тржишта.

Закон о дигиталној имовини Републике Србије¹ (у наставку и ЗДИ), који се примењује од 29. 6. 2021. године, свеобухватно регулише дигиталну имовину уводећи у правни оквир нове облике имовине.²

1 Закон о дигиталној имовини, *Сл. гласник РС*, 153/20.

2 *Одредбе ЗДИ-а не примењују се на:* трансакције с дигиталном имовином у оквиру ограничене мреже лица која прихватају ту дигиталну имовину; стицање дигиталне

Свеобухватност ЗДИ-а и уопштене правне формулације дигиталне имовине пружају широка дискрециона овлашћења двома надзорним органима надлежним за примену овог закона – Народној банци Србије (у наставку и НБС) и Комисији за хартије од вредности (у наставку и Комисија). Ову констатацију потврђује и број подзаконских аката које су ове институције усвојиле у циљу прецизирања примене ЗДИ-а: НБС је донела 12³ а Комисија 10⁴ таквих аката. Овим правним актима дигитални ентитети су стекли правну заштиту и ограничења, као што је забрана финансијским институцијама под надзором НБС да послују дигиталном имовином, уз могућност да НБС може прописати услове под којима ове институције могу улагати у одређене дигиталне токене.⁵

2. Технолошки и правни аспекти дигиталних токена

ЗДИ дефинише *дигиталну имовину*, а као њен синоним користи и појам виртуелне имовине, као „дигитални запис вредности који се може дигитално куповати, продавати, размењивати или преносити и који се може користити као средство размене или у сврху улагања, при чему 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“⁶. Из законске формулације произлази да се, према одредбама ЗДИ-а, дигитална имовина дели на виртуелне валуте и дигиталне токене, према критеријуму њихове намене, односно, да ли се користе „као средство размене или у сврху улагања“.

Виртуелне валуте, у складу са ЗДИ-ом, дефинисане су као „врста дигиталне имовине коју није издала и за чију вредност не гарантује централна банка, нити други орган јавне власти, која није нужно везана за законско средство плаћања и нема правни статус новца или валуте, али је физичка или правна лица прихватају као средство размене и може

имовине тзв. рударењем; као ни на издавање електронског новца и пружање услуга повезаних са електронским новцем (Чл. 6 ЗДИ).

3 Народна банка Србије. *Прописи – Дигитална имовина*. Преузето 4. 6. 2025. https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/propisi/propisi-di/

4 Комисија за хартије од вредности. *Закон о дигиталној имовини – подзаконска акта*. Преузето 4. 6. 2025. <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/прописи/регулатива/подзаконска-акта/310-закон-о-дигиталној-имовини>.

5 Чл. 13 ЗДИ.

6 Чл. 2, ст. 1, тач. 1 ЗДИ.

се куповати, продавати, размењивати, преносити и чувати електронски⁷. Овим правним решењем успостављен је правни оквир за виртуелне, односно крипто валуте као средство размене које физичка и правна лица добровољно прихватају, а иза којег не стоји монетарна власт, иако може бити повезано са законским средством плаћања. Након коректног појмовног одређења крипто валута, ЗДИ регулише активности повезане са њима на начин који је суштински различит од природе функционисања виртуелних валута у оквиру крипто екосистема (видети: Николић, 2023: 54). У детаљније образложење овог става нећемо улазити на овом месту, имајући у виду да је предмет овог рада превасходно усмерен на токене који не представљају виртуелне валуте.

Законска дефиниција ових токена гласи: „*дигитални токен* је врста дигиталне имовине и означава било које нематеријално имовинско право које у дигиталној форми представља једно или више других имовинских права, што може укључивати и право корисника дигиталног токена да му буду пружене одређене услуге“⁸. Претходно наведене опште формулације свих врста дигиталне имовине у ЗДИ-у, посматране из угла реакције права на дигиталну стварност, могу се сматрати оправданим, будући да обухватају све постојеће и потенцијалне форме дигиталне имовине. Ипак, са становишта тумачења и примене права, у пракси се јављају одређене дилеме: Како разграничити шта представља дигитални токен, а шта виртуелну валуту? Ако је у питању дигитални токен, којој врсти он припада? Одговори на ова питања захтевају разумевање технолошке инфраструктуре токена и могућности које технологија пружа у процесу њиховог креирања.

Широка примена ЗДИ-а омогућена је применом *начела технолошке неутралности*, што значи да се одредбе овог закона примењују на сву дигиталну имовину, без обзира на технологију на којој је она заснована, укључујући и стабилну дигиталну имовину, као и на све услуге повезане с дигиталном имовином, независно од технолошке основе на којој се те услуге пружају.⁹

Дигитални токен се креира и њиме се управља коришћењем дистрибуиране рачунарске мреже, најчешће засноване на Blockchain технологији, која тренутно пружа највеће токенизационе могућности. У суштини, токен представља запис у дистрибуираној бази података (енгл. Ledger), који може имати различите функције, као што су пренос вредности, приступ услугама, валидација идентитета, учешће у управљачким

7 Чл. 2, ст. 1, тач. 2 ЗДИ.

8 Чл. 2, ст. 1, тач. 3 ЗДИ.

9 Чл. 8 ЗДИ.

механизмима децентрализованих система и друге. „Технички развој токена“ са тренутно највећим оперативним капацитетима укључује њихово „креирање, издавање и управљање путем паметних уговора (енгл. Smart Contracts) на Ethereum Blockchain-у“ (Marin, Cioara, Todorean, Mitrea, Anghe, 2023). Токени могу бити заменљиви (енгл. Fungible Tokens) и незаменљиви (енгл. Non-Fungible Tokens - NFTs).¹⁰ ЗДИ не садржи посебне одредбе које се односе на заменљиве и незаменљиве токене, па се може закључити да се његове одредбе примењују и на незаменљиве токене.

Са правног аспекта, дигитални токен представља дигиталну форму вредности или права, створену коришћењем технологије дистрибуиране евиденције или друге сличне технологије, која се може преносити, чувати и користити као средство размене, улагања или за приступ одређеним услугама. *Правни статус токена* зависи од њихове економске функције и сврхе, те се у регулаторним оквирима могу класификовати као: токени за плаћање (енгл. Payment Token), токени хартија од вредности (енгл. Security Tokens), услужни или кориснички токени, односно токени приступа (енгл. Utility Tokens), токени засновани на имовини или средствима (енгл. Asset Referenced Token), као и друге врсте токена (видети: Ankenbrand, Bieri, Cortivo, Hoehener, Hardjono, 2020). Иако постоје бројне класификације, у теорији и пракси не постоји јединствено прихваћена категоризација токена, те се често за исте облике дигиталне имовине користе различити термини.

С циљем бољег разумевања дигиталних токена, објаснићемо суштину процеса токенизације. *Токенизација* представља дигитални процес издавања токена на Blockchain-у (или другој технологији) у оквиру

¹⁰ *Заменљиви токени* су дигитална средства евидентирана на технологији дистрибуиране евиденције, која представљају јединице вредности или права, и одликују се тиме што су њихове појединачне јединице идентичне и међусобно заменљиве, јер прате унапред дефинисан и стандаризован скуп правила. Управо та стандардизација омогућава њихову лаку размену и примену у различитим апликацијама. У ову категорију спадају крипто валуте као што су Bitcoin и Ether, при чему је свака јединица истоветна и заменљива другом јединицом без губитка вредности. Кључни технолошки стандард за заменљиве токене на Ethereum Blockchain-у је ERC20, који прописује униформна правила за креирање и управљање овим токенима, чиме се олакшавају трансакције и интеракције унутар различитих платформи и новчаника у оквиру Ethereum екосистема. *Незаменљиви токени* (NFT) представљају јединствену дигиталну имовину која се користи за исказивање власништва над специфичним дигиталним садржајем или предметима унутар децентрализоване мреже. Најпознатији стандард за креирање NFT-а на Ethereum Blockchain-у је ERC721, који омогућава дефинисање јединствених токена, при чему сваки има своје карактеристике и евиденцију власништва. (Видети: *Fungible vs Non-Fungible Tokens: Explained*. Преузето 2. 6. 2025. <https://trustwallet.com/blog/nft/fungible-vs-non-fungible-tokens-explained>)

кога се креира садржај токена који може садржати једно или више права (видети: Freni, Ferro, Moncada, 2022). Као дигитални запис, *токен* се уписује у дистрибуирану евиденцију (Blockchain), а његов креатор одређује које ће право/права тај токен садржати (нпр. право својине, удео у привредном друштву, право на учествовање у добити, право на камату, право на захтев испуњења одређене чинидбе и друго). Приступ токенима могућ је искључиво преко *дигиталног новчаника* који комуницира са Blockchain протоколом посредством пара јавних и приватних криптографских кључева. Само лице које поседује приватни кључ повезан са одређеном јавном адресом има могућност приступа токенима и располагања њима.

Одређивање типа дигиталног токена, коме одређени токен припада, представља изазов у технолошком и правном смислу. У пракси, честа је појава да токени који су иницијално конципирани као једна врста (на пример, услужни токени), буду квалификовани од стране надзорних органа као друга врста, најчешће као хартије од вредности. Такав регулаторни третман омогућава примену сложенијих и рестриктивнијих прописа, као што су закони о тржишту капитала (у Републици Србији) или закони о хартијама од вредности (у другим јурисдикцијама), који се суштински разликују од регулативе о дигиталној имовини.

Анализу српских правних решења која се односе на токене настављамо применом једне теоријске поделе засноване на врсти права садржаних у токenu. Реч је о подели на: токене за плаћање, токене хартија од вредности, услужне токене, токене изведене из имовине/средстава и хибридне токене (видети: Garrido, 2023: 22). Иако ЗДИ не садржи експлицитну типологију токена, већ их третира кроз јединствену законску дефиницију, управо недостатак такве класификације може довести до правне неизвесности. С друге стране, адекватно разумевање технолошке основе и функције различитих врста токена у крипто екосистему представља предуслов за критичку процену домета и ефикасности постојећих правних решења.

2.1. Токен за плаћање (енгл. *Payment Token*)

Токени за плаћање користе се као средство плаћања и размене. Представљају унапређену алтернативу званичним валутама, омогућавајући брзо и децентрализовано извршавање трансакција путем Blockchain технологије. Најпознатији токени ове категорије су Bitcoin, Ether и друге *крипто валуте*. За разлику од фиат валута, токени за плаћање нису законско средство плаћања, већ функционишу као децентрализовани протоколи плаћања који не укључују традиционалне финансијске посреднике. Између крипто валута и осталих дигиталних токена постоје значајне разлике како у технолошком тако и у правном смислу. Са технолошког аспекта, крипто валуте обично имају сопствену Blockchain

мрежу – на пример, *Bitcoin* је изворни токен у оквиру своје мреже, док је *Ether* то у *Ethereum* мрежи. Без обзира на то да ли су креирани у оквиру сопствених мрежа или на постојећим инфраструктурама, крипто валуте се првенствено користе као средство размене и складиштења вредности. С друге стране, *дигитални токени* као што су *Tether (USDT)*, *Uniswap (UNI)* или *Chainlink (LINK)*, углавном се креирају на постојећим *Blockchain* мрежама, најчешће *Ethereum*, *Binance Smart Chain*, *Solana* и другим. Иако је могуће изградити сопствени *Blockchain*, као јавну или приватну мрежу, такав подухват захтева значајне техничке и финансијске ресурсе, као и време потребно за изградњу поверења и прихватање од стране корисника. Као алтернативу, креатори могу развити властите подмреже унутар постојећих инфраструктура (видети: Staszczak, Nowostawski, Mikalef, 2025).

С обзиром на то да српско право не предвиђа системску класификацију различитих типова токена, токен за плаћање може, у складу са његовим карактеристикама, бити квалификован као *виртуелна валута* – уколико је прихваћен као средство размене и нема правни статус новца или званичне валуте¹¹ – или као *дигитални токен*, уколико, поред својстава виртуелне валуте, садржи и једно или више имовинских права¹². Имајући у виду њихову основну функцију – коришћење као средство плаћања и размене – може се сматрати логичним да се овакви токени квалификују као виртуелне валуте, односно као хибридни токени, уколико испољавају и додатне имовинске елементе.

2.1.1. Виртуелна валута или дигитални токен: разграничење појмова

У контексту правне регулативе, крипто (виртуелне) валуте третирају се као посебна врста дигиталне имовине. Њихов правни третман је, у основи, јасан с обзиром на то да представљају један тип дигиталне имовине. Насупрот томе, постоје различити облици дигиталних токена и њихов комплекснији правни третман, зависно од ставова надлежних надзорних тела која процењују правну природу и функције конкретног токена. У процесу креирања токена, њихови креатори често се суочавају са правном неизвесношћу, односно дилемом да ли ће на њихов токен бити примењен ЗДИ или ЗТК. У пракси је тешко повући јасну границу између виртуелних валута и дигиталних токена, будући да један облик дигиталне имовине често може имати карактеристике и једних и других.

¹¹ Чл. 2, ст. 1, тач. 2 ЗДИ.

¹² Чл. 2, ст. 1, тач. 3 ЗДИ.

Тумачењем релевантних одредби ЗДИ-а и технолошких могућности креирања токена, могу се извући следећи закључци: уколико се конкретна дигитална имовина користи искључиво као средство размене, реч је о *виртуелној валути*. Уколико дигитална имовина истовремено даје одређена права и прихваћена је као средство размене, она се квалификује као *хибридна дигитална имовина* са карактеристикама и виртуелне валуте и дигиталног токена. Са друге стране, дигитална имовина која инкорпорира одређена права, али није намењена размени, третира се као *дигитални токен*. У том случају, следеће питање односи се на класификацију конкретног типа токена. Уколико токен испољава обележја две или више категорија, он се сврстава у групу *хибридних токена*.

У оквиру српске академске заједнице све је израженије настојање да се дигитална имовина сагледа у ширем правном контексту, са посебним освртом на нормативне празнине и изазове у примени важећег законодавства (видети: Радовић ур., 2024). Полазећи од тог оквира, а имајући у виду сложеност теме и ограничен обим рада, у наставку анализирамо правни третман дигиталних токена који не представљају виртуелне валуте, у оквиру домаћег правног система.

Правни третман дигиталне имовине у Републици Србији утврђује се на основу одлука НБС и Комисије, у зависности од природе конкретне дигиталне имовине. НБС је надлежна за питања која се односе на виртуелне валуте, док је Комисија надлежна за дигиталне токене и дигиталну имовину која има одлике финансијских инструмената. У случају да дигитална имовина има карактеристике и виртуелне валуте и дигиталног токена (тзв. хибридна дигитална имовина), надлежна су оба регулаторна тела.¹³

Правна неизвесност у погледу квалификације дигиталне имовине и утврђивања надлежности надзорних органа делимично је ублажена увођењем процедуре електронског подношења поднесака у поступцима који се односе на дигиталну имовину. Поднесци се достављају преко портала е-управе, након чега се аутоматски прослеђују надлежним органима. Оба регулаторна тела, НБС и Комисија, врше преглед поднеска и утврђују да ли су надлежна за поступање у конкретном случају.¹⁴

Према одредбама ЗДИ-а, финансијским институцијама које се налазе под надзором НБС није дозвољено да у својој имовини поседују дигиталну имовину, нити да пружају услуге повезане са дигиталном имовином. Изузетно, НБС може прописати услове и начин на који ове институције могу улагати у дигиталне токене који имају одлике

¹³ Чл. 10 ЗДИ.

¹⁴ Чл. 9 ЗДИ.

финансијског инструмента или који се користе искључиво у сврху улагања.¹⁵

ЗДИ, такође, ограничава пословање правних лица и предузетника у вези с дигиталном имовином: виртуелне валуте се не могу уносити као улог у привредно друштво. Неновчани улози у привредно друштво могу бити у дигиталним токенима који се не односе на пружање услуга или извршење рада, док у ортачким и командитним друштвима улози могу бити и у дигиталним токенима који се односе на пружање услуга или извршење рада.

Закон предвиђа и могућност принудног намирења потраживања извршних поверилаца на дигиталној имовини. Правна лица и предузетници који имају својство извршног дужника обавезни су да сарађују са надлежним органима у извршном поступку, укључујући и обавезу достављања средстава којима се приступа дигиталној имовини (нпр. криптографских кључева).¹⁶

У складу са ЗДИ-ом, дигитална имовина се не може користити за непосредно плаћање роба и услуга у трговини на мало. Прихватање дигиталне имовине у малопродаји може се вршити искључиво преко пружаоца услуга повезаних с дигиталном имовином, који од потрошача прихвата дигиталну имовину у противвредности цене робе или услуге, врши њену конверзију у динаре и преноси новчани износ на рачун трговца.¹⁷ Иако је у Закону изричито забрањено прихватање и/или пренос дигиталне имовине директно са потрошача на трговца, законодавни текст не пружа јасан одговор на питање да ли се та забрана односи и на veleпродајне трансакције, што оставља простор за различита тумачења у пракси.

2.2. *Токен хартија од вредности (енгл. Security Token)*

Токени хартија од вредности садрже права и обавезе сличне онима из традиционалних хартија од вредности, али токенизација ових инструмената уноси значајна технолошка унапређења у поређењу са класичним инструментима. Док се *традиционалне хартије од вредности* евидентирају у централизованим регистрима, а трговина се одвија уз учешће више посредника, при чему је транспарентност ограничена на институционалне учеснике, токенизација уводи децентрализовани систем евиденције и омогућава програмабилни пренос имовине у реалном времену. Овим се значајно смањује ризик поравнања и оптимизује ланац

¹⁵ Чл. 13 ЗДИ.

¹⁶ Чл. 14 ЗДИ.

¹⁷ Чл. 97 ЗДИ.

посредовања.¹⁸ Иако се токени хартија од вредности, попут осталих облика дигиталне имовине, могу релативно лако креирати на Blockchain инфраструктури и њима се може трговати, они подлежу стриктној регулативи тржишта капитала. Управо овај тип токена најбоље илуструје несразмеру између напредних технолошких могућности и постојећег правног оквира који је често рестриктиван и недовољно подстицајан за развој иновативних финансијских инструмената.

Токени који имају инвестициону сврху, и својим корисницима обезбеђују права слична онима која проистичу из власничких или дужничких инструмената, могу бити подвргнути истим регулаторним захтевима као и традиционалне хартије од вредности. Да би дигитални токен био правно квалификован као хартија од вредности, неопходно је постојање јасне регулаторне основе, нарочито у случајевима када се тим токеном тргује на секундарном тржишту и када он носи инвестиционе ризике и потенцијалне приносе.

Европска агенција за хартије од вредности и тржишта (енгл. European Securities and Markets Authority) (у наставку и ESMA) објавила је смернице којима се утврђују услови и критеријуми за квалификацију крипто имовине као финансијских инструмената.¹⁹ Ове смернице пружају оквир за процену да ли одређени дигитални токени потпадају под постојећу правну регулативу ЕУ која се примењује на финансијске инструменте. У извештају ESMA-е истиче се да крипто имовина која не потпада под важеће правне оквире ЕУ за финансијске инструменте може, али не нужно, подлећи примени регулативе о тржиштима крипто имовине (енгл. Regulation on Markets in Crypto-assets, у наставку и MiCA)²⁰. Кључни критеријуми за класификацију дигиталних токена као финансијских инструмената укључују:

- права која токен преноси,
- његову економску функцију и сврху,
- преносивост на тржишту,

¹⁸ World Economic Forum. *Asset Tokenization in Financial Markets: The Next Generation of Value Exchange*. May 2025. Преузето 3. 6. 2025. https://reports.weforum.org/docs/WEF_Asset_Tokenization_in_Financial_Markets_2025.pdf

¹⁹ European Securities and Markets Authority. *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*. 17 December 2024 ESMA75453128700-1323 Преузето 3. 6. 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

²⁰ 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. Преузето 11. 6. 2025. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32023R1114>

- и усклађеност са критеријумима из чл. 4(1)(15) Директиве MiFID II²¹, који дефинише финансијске инструменте као хартије од вредности.²²

ESMA наглашава да класификација не зависи од технологије на којој је токен заснован, већ од његових функционалних карактеристика. MiCA се „не примењује на крипто-имовину која се квалификује као [...] финансијски инструменти“, у складу са принципима „исте активности, исти ризици, иста правила“ и „технолошке неутралности“, MiCA се примењује само на крипто имовину која није обухваћена постојећим законодавством ЕУ, а посебно MiFID II.²³ Стога, дигитални токени који се квалификују као финансијски инструменти према MiFID II изузети су из примене MiCA регулативе и на њих се примењују правила тржишта капитала. Из тог разлога, емитенти токена морају пажљиво анализирати економске и правне карактеристике својих токена како би утврдили своје правне обавезе. Са друге стране, инвеститори морају бити свесни правне природе токена у које улажу, јер то директно утиче на обим њихових права и степен правне заштите. Надзорна тела имају кључну улогу у осигуравању доследне примене класификационих критеријума како би се спречила правна неизвесност на тржишту крипто имовине.

2.2.1. Токени који имају одлике финансијских инструмената у законодавству Републике Србије

ЗДИ регулише посебну категорију дигиталних токена који имају одлике финансијских инструмената. На издавање ових токена, секундарно трговање и пружање услуга повезаних с том врстом дигиталне имовине примењују се одредбе Закона о тржишту капитала²⁴, у наставку и ЗТК. Изузетно, одредбе ЗТК-а се не примењује на издавање дигиталне имовине која има све одлике финансијског инструмента, као ни на секундарно трговање и пружање услуга повезаних с таквом дигиталном имовином, уколико су испуњени следећи услови: дигитална имовина нема одлике

21 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. Преузето 3. 6. 2025. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>

22 MiFID II користи концепт финансијског инструмента дефинисан кроз листу инструмената наведену у Анексу I одељак C, а не као посебан скуп услова и критеријума.

23 ESMA. *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*. Преузето 26. 7. 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

24 Закон о тржишту капитала, Сл. гласник РС, 129/21.

акција; није заменљива за акције; и уколико њена вредност, током 12 месеци издавања од једног издаваоца, не прелази 3.000.000 евра.²⁵

Због посебног правног режима дигиталних токена који имају одлике финансијских инструмената, а који је знатно комплекснији у поређењу са другим облицима дигиталне имовине, неопходно је дефинисати појам и одлике финансијских инструмената. Иако ЗТК не даје експлицитну дефиницију финансијског инструмента, наводи његове појединачне врсте²⁶, слично ЕУ Директиви MiFID II. У оквиру оваквог нормативног уређења, правна квалификација дигиталног токена зависи од процене надлежних регулаторних тела, која утврђују правну природу конкретне дигиталне имовине на основу њених економских, функционалних и правних карактеристика. Намера издаваоца да дигиталну имовину третира као виртуелну валуту, финансијски инструмент или дигитални токен није правно релевантна, већ је одлучујућа природа и функција те имовине.

Сматрамо да српском правном оквиру недостају јасне смернице и критеријуми за квалификацију дигиталних токена као финансијских инструмената, дефинисани на начин сличан смерницама ESMA-е. Дефинисање ових критеријума није лако, како због специфичних карактеристика појединих токена, тако и због опасности од комплексних правних решења. У том контексту, анализа практичних ефеката примене смерница ESMA-е²⁷ може бити од значаја за формулисање сличних смерница у српском праву. Ипак, од пресудне је важности *поступање надлежних органа у примени ЗДИ-а и ЗТК-а*, као и ефекти те праксе на обим токенизације у Србији. Правна сигурност може бити значајно унапређена уколико институције надлежне за примену права поступају на јасан, конзистентан и предвидив начин. Насупрот томе, чак и у случају постојања детаљно прописаних смерница и критеријуми за квалификацију дигиталне имовине, неуједначена и недоследна пракса надлежних органа може нарушити правну извесност и дестимулисати токенизационе процесе.

²⁵ Чл. 7 ЗДИ.

²⁶ Чл. 2, ст. 1, тач. 19 ЗТК.

²⁷ У смерницама ESMA-е наведени су и резултати истраживања који указују на могућност правне несигурности због обима смерница и начина на који национални надлежни органи могу тумачити детаљне критеријуме. Из разлога неуједначене примене смерница, субјекти би могли тражити јурисдикције са повољнијим тумачењима.

2.2.2. Токенизација хартија од вредности у српском законодавству: могућности и ограничења

Физичким и правним лицима у Републици Србији дозвољено је да поседују дигиталну имовину и њом тргују, без обавезе коришћења услуга пружалаца услуга повезаних са дигиталном имовином, односно могу пословати и на ванберзанском – ОТС²⁸ (енгл. Over the Counter) тржишту дигиталне имовине.²⁹ Правна лица и предузетници који су имаоци дигиталне имовине која има елементе виртуелне валуте, као и они који поседују тзв. хибридную дигиталну имовину дужни су да о поседовању и пословању са том имовином обавештавају НБС.³⁰ За разлику од строго регулисаног правног режима који се односи на дигиталну имовину са елементима виртуелне валуте, издавање дигиталних токена који имају искључиво инвестициону сврху (тзв. *инвестициони токени*) подлеже наизглед подстицајнијем правном режиму. На те токене примењује се ЗДИ, а не ЗТК, под условом да немају карактеристике финансијског инструмента. У том контексту отвара се важно питање: да ли инвестициони токени уопште могу бити правно структурирани тако да не представљају финансијски инструмент и да се на њих примењује ЗДИ а не ЗТК. У српском праву, *инвестициони токени* се могу сматрати *дигиталним токенима* уколико³¹: представљају дигиталну репрезентацију једног или више имовинских права и нису финансијски инструменти у смислу ЗТК. Међутим, у пракси је веома тешко емитовати инвестициони токен који не носи елементе финансијског инструмента, јер сваки облик улагања са очекивањем добити може пасти под домен хартија од вредности, нарочито ако је реч о јавној понуди.

ЗДИ прописује изузетак од примене ЗТК у случајевима када су испуњена три кумулативна услова:³²

- дигитална имовина нема одлике акција;
- дигитална имовина није заменљива за акције;

²⁸ Ванберзанско тржиште (ОТС) је децентрализовани систем секундарног трговања изван регулисаног тржишта, МТР-а и ОТР-а који нема организатора тржишта и који подразумева директно преговарање између продавца и купца финансијских инструмената у циљу закључења трансакције посредством инвестиционог друштва са дозволом у складу са овим законом (чл. 2, ст. 1, тач. 29 ЗТК).

²⁹ Чл. 2, ст. 1, тач. 14 и чл. 36 ЗДИ.

³⁰ Одлука о ближим условима и начину вођења евиденције ималаца виртуелних валута, *Сл. гласник РС*, 49/21.

³¹ Чл. 2, ст. 1, тач. 3 и чл. 7, ст. 1 ЗДИ.

³² Чл. 7, ст. 2 ЗДИ.

- вредност дигиталне имовине издате током периода од 12 месеци од стране једног издаваоца не прелази 3.000.000 евра.

Сматрамо да наведени изузетак не представља довољно стимулативно правно решење за коришћење инвестиционих токена, нарочито због непостојања ближих критеријума за дефинисање инвестиционих токена у српском правном оквиру. Са становишта правне сигурности, овакав приступ је оправдан. Међутим, ово правно решење онемогућава примену многих унапређених финансијских активности повезаних са токенизацијом хартија од вредности.

У складу са ЗДИ-ом, правно је могуће издавати *токенизоване обвезнице без примене ЗТК-а* уколико се испуне услови прописани чланом 7 ЗДИ-а. Ова могућност отвара простор за технолошки унапређене моделе финансирања у односу на класичне облике обвезница. Иако је праг од 3.000.000 евра ограничавајући услов токенизације, у пракси је већи проблем технолошка некомпатибилност између постојећих инфраструктура за трговање традиционалним хартијама од вредности и платформи које омогућавају токенизацију. Ова неспојивост значајно утиче на применљивост токенизације у финансијској пракси.

Процес изградње правне инфраструктуре дигиталне имовине прати низ изазова, од којих се издваја *структурна неповезаност и суштинска разлика између технологија на којима се заснивају традиционална и крипто имовина*. Технологија дистрибуиране евиденције (DLT) базира се на децентрализованој обради и евиденцији трансакција, док се упис и пренос хартија од вредности, у складу са ЗТК-ом, врши искључиво преко Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности³³ (у наставку и Централни регистар). У Републици Србији је формално могуће издавање обвезница у облику *дигиталних токена на које се не примењује ЗТК*, али се такве обвезнице, из технолошких разлога, не могу регистровати у Централном регистру, нити постоји законска обавеза за то. Анализом позитивноправног оквира може се закључити да у овом тренутку *није могуће издавати обвезнице које подлежу режиму ЗТК-а коришћењем технологије дистрибуиране евиденције*. Ова ограничења не односе се само на акције и обвезнице као традиционалне хартије од вредности, већ обухватају и *дигиталне токене који имају одлике финансијских инструмената – такви токени тренутно не могу бити издати уз примену DLT технологије*. Одредбе ЗДИ-а не примењују се на: трансакције с дигиталном имовином ако се те трансакције врше искључиво у оквиру ограничене мреже лица која прихватају ту дигиталну имовину; стицање дигиталне имовине тзв. рударењем; нити на издавање

³³ Од чл. 63 до чл. 69 ЗТК.

електронског новца и пружање услуга повезаних са електронским новцем.³⁴

2.3. Услужни токен (енгл. *Utility Token*)

Услужни токени обично се емитују у циљу прикупљања капитала за реализацију одређеног пројекта, најчешће путем модела познатог као *Initial Coin Offerings* (ICO). Ови токени представљају иновативан облик финансирања за издаваоце, а корисницима омогућавају приступ постојећим или будућим производима и/или услугама издаваоца. Њихова примарна функција јесте да омогуће трансакције и интеракције унутар дигиталне платформе с којом су повезани, без карактеристика дужничких или власничких инструмената. С обзиром на то да услужни токени нису осмишљени као класични инвестициони инструменти, у начелу не подлежу строгој финансијској регулативи. Ипак, у одређеним ситуацијама, у зависности од структуре и функције конкретног токена, надзорна тела могу им доделити правни статус токена који имају одлике финансијских инструмената.

У правном оквиру Републике Србије услужни токени нису посебно дефинисани као самостална категорија, већ су обухваћени општом дефиницијом дигиталних токена у ЗДИ-у. Проценом НБС и Комисије, чак и токени који су првобитно конципирани као услужни могу добити квалификацију токена који имају карактеристике финансијских инструмената, што за последицу има примену строжег правног режима.

2.4. Токен заснован на имовини/средствима (енгл. *Asset Referenced Token*)

Токен заснован на имовини/средствима представља тип дигиталног токена чија вредност или постојање произилази из стварне, физичке или финансијске имовине. Реч је о токенима који су емитовани на основу конкретне имовине, а који својим имаоцима обезбеђују одређена права везана за ту имовину – као што је, нпр. могућност конверзије токена за повезану имовину под одређеним условима. У ову категорију сврставају се и тзв. *стабилни токени* (енгл. *Stablecoins*), који се емитују на основу званичних валута или материјалне имовине, попут нафте, злата, других племенитих метала, непокретности и сл. Суштина емисије стабилних токена је одржавање њихове вредности, обично путем механизма везивања за инструменте са релативно стабилном вредношћу (нпр. амерички долар или евро). „Српско право допушта да основно имовинско добро код стабилне дигиталне имовине буду не само фиат валуте него

³⁴ Чл. 6 ЗДИ.

и сва друга имовинска права“ укључујући и токене везане за вредност непокретности, у исто време, ЗДИ „уопште не уређује различите врсте стабилне дигиталне имовине, због чега ће постојећа регулатива у скорој будућности морати да буде допуњена бројним додатним појмовима и правилима“ (Радовић, 2023: 233–234).

ЗДИ овај тип дигиталне имовине дефинише као *стабилну дигиталну имовину*, и то као: „дигиталну имовину која је емитована с циљем што мањих промена вредности, а чија је вредност повезана с вредношћу законског средства плаћања или једног или више имовинских права која имају мале промене вредности (нпр. везивање за званичан курс динара или курс стране валуте који је релативно стабилан)“³⁵. Овакви токени, у зависности од своје правне и економске структуре, могу бити предмет различитих регулаторних режима, укључујући и оне који се односе на финансијске инструменте, платне системе или производе засноване на имовини (видети: Радовић, 2023). Имајући у виду ограничени обим рада и значај стабилних токена који захтева посебну, детаљнију анализу (видети: Hafner, Pereira, Dietl, Vescuti, 2024), у наставку наводимо основне аспекте токенизације непокретности.

2.4.1. Токенизација непокретности

Токенизација непокретности представља дигитални процес трансформације права својине над непокретностима у дигиталне токене, уз примену Blockchain технологије или других дистрибуираних рачунарских мрежа. Овим процесом се омогућава поједностављен и ефикаснији промет непокретности, као и олакшано стицање делимичног власништва. Унапређујући традиционална тржишта непокретности, токенизација превазилази проблем њихове фрагментираности и омогућава успостављање повезаног и децентрализованог система евиденције. Додатно, смањење улоге посредника и административних трошкова може значајно поједноставити трансакције.

У пракси, међутим, постоји правна неизвесност у погледу стицања и преноса власничких права, као и изазови повезани са технолошком интеграцијом. Иако Blockchain технологија пружа потенцијал за глобално тржиште токена заснованих на непокретностима, ограничења се јављају у домену њиховог признавања у постојећим централизованим системима евиденције. Поред тога, не постоји повезаност између децентрализованих дигиталних регистара и националних катастарских система, а позитивно

³⁵ Чл. 2, ст. 1, тач. 38 ЗДИ.

право Републике Србије не признаје *паметне уговоре*³⁶ као правни основ за стицање права својине.

Уговор о промету непокретности у Републици Србији мора бити закључен у форми јавнобележнички потврђене (солемнизоване) исправе, што представља услов пуноважности тог правног посла.³⁷ Искључиву надлежност за сачињавање такве исправе има јавни бележник на чијем се подручју налази непокретност која је предмет уговора.³⁸ Солемнизационом клаузулом јавни бележник потврђује да је странкама у његовом присуству прочитана исправа, да су оне изјавиле да та исправа у свему и потпуно одговара њиховој вољи и да су је својеручно потписале.³⁹

Закон о дигиталној имовини Републике Србије дефинише појам паметних уговора⁴⁰, али не уређује њихов правни третман, те остаје отворено питање да ли, и под којим условима, они могу бити третирани као класични уговори у смислу облигационог права. Према ЗДИ-у, употреба паметних уговора у секундарном трговању дигиталном имовином је дозвољена, али под условом да је пружалац услуга за њихову примену претходно прибавио пристанак корисника дигиталне имовине.⁴¹ Законодавац је нешто флексибилнији када је реч о залози на дигиталној имовини, па је ЗДИ-ом предвиђена могућност извршења уговора о залози коришћењем паметног уговора.⁴² Теоријски гледано, паметни уговори могли би се тумачити као електронски уговори, уколико

36 *Паметни уговори* представљају основни технолошки инструмент за креирање (емисију) дигиталних токена у оквиру дистрибуираних мрежа, попут Blockchain-а. Путем паметног уговора дефинишу се основне карактеристике токена, као што су назив, симбол, укупна количина, као и правила везана за накнадну емисију (енгл. minting), смањење укупне количине (енгл. burning) и друге параметре токена. Осим функције емисије, паметни уговори садрже и програмски дефинисане механизме који омогућавају пренос токена са једне адресе на другу, без потребе за посредником. Ови уговори представљају аутоматизовани и транспарентан начин управљања токенима, при чему свака трансакција постаје трајни део дистрибуираног записа (видети: Vasiu, Vasiu, 2023).

37 Чл. 93, ст. 2, тач. 1 Закона о јавном бележничтву, *Сл. гласник РС*, 31/11, 85/12, 19/13, 55/14 – др. закон, 93/14 – др. закон, 121/14, 6/15, 106/15 и 94/24.

38 Чл. 4 Закона о промету непокретности, *Сл. гласник РС*, 93/14, 121/14 и 6/15.

39 Чл. 93а Закона о јавном бележничтву.

40 *Паметан уговор* је компјутерски програм или протокол заснован на технологији дистрибуиране базе података или сличним технологијама, који, у целини или делимично, аутоматски извршава, контролише или документује правно релевантне догађаје и радње у складу са већ закљученим уговором, при чему тај уговор може бити закључен електронски путем тог програма или протокола (чл. 2, ст. 1, тач. 39 ЗДИ).

41 Чл. 37 ЗДИ.

42 Чл. 98 ЗДИ.

испуњавају услове прописане Законом о облигационим односима⁴³ и Законом о електронском документу, електронској идентификацији и услугама од поверења у електронском пословању⁴⁴. Међутим, у пракси паметни уговори засновани на Blockchain технологији тешко могу испунити све законске услове валидности уговора – посебно у погледу јасног изражавања воље уговорних страна, њихове идентификације и правно валидних потписа.

3. Закључак

Анализа важеће правне регулативе у области токенизације дигиталне имовине у Републици Србији указује на постојање потребе за даљим усклађивањем нормативног оквира са савременом технолошком праксом. Иако је Закон о дигиталној имовини поставио темеље за правно прихватање различитих врста токена, у пракси постоји значајан ниво правне неизвесности, нарочито у погледу класификације токена и услова под којима се на одређену дигиталну имовину примењује Закон о тржишту капитала. Отежана примена закона и смањена правна сигурност делимично су последица недостатка детаљно прописаних критеријума за квалификацију токена као финансијских инструмената.

Иако српско право формално омогућава издавање дигиталних токена са инвестиционом сврхом, некомпатибилност централизованих институционалних механизма и децентрализованих дигиталних технологија значајно отежава примену токенизације хартија од вредности засновану на технологијама дистрибуиране евиденције. У том контексту, остаје нејасно у којој мери је могућ даљи развој токенизације, имајући у виду да овај процес подразумева евидентирање хартија од вредности у Blockchain систему или другим облицима дистрибуиране јавне евиденције, који се суштински разликују од постојећих централизованих модела регистрације.

Употреба паметних уговора делимично је дозвољена у одређеним аспектима трговања и заложног права, али они још увек немају правну снагу класичних уговора, нити испуњавају услове за правно важење у свим случајевима, нарочито када је реч о преносу стварних права, као што је промет непокретности.

Иако дигитална имовина може значајано унапредити финансијске и тржишне механизме, правна и технолошка инфраструктура у Републици

⁴³ Закон о облигационим односима, *Сл. лист СФРЈ*, 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, *Сл. лист СРЈ*, 31/93, *Сл. лист СЦГ*, 1/03 – Уставна повеља и *Сл. гласник РС*, 18/20.

⁴⁴ Закон о електронском документу, електронској идентификацији и услугама од поверења у електронском пословању, *Сл. гласник РС*, 94/17 и 52/21.

Србији још увек није у потпуности спремна да подржи све видове токенизације. Да би се створило повољно и предвидиво правно окружење за токенизационе процесе, потребна је прецизнија правна регулатива, као и прилагођавање постојећих институционалних и технолошких структура савременим дигиталним моделима.

Као добар пример развоја регулаторног оквира наводи се Луксембург, који је у више наврата унапредио своју законску регулативу трансакција хартијама од вредности на Blockchain-у,⁴⁵ чиме је повећао правну сигурност и постао један од лидера у области финансијских иновација.⁴⁶

Литература

Ankenbrand, T. Bieri, D. Cortivo, R. Hoehener, J. Hardjono, T. (2020). *Proposal for a Comprehensive (Crypto) Asset Taxonomy*. Преузето 17. 6. 2025. <https://ieeexplore.ieee.org/document/9150184/authors#authors> DOI: [10.1109/CVCBT50464.2020.000006](https://doi.org/10.1109/CVCBT50464.2020.000006)

Blandin, A. Cloots, A. S. Hussain, H. Rauchs, M. Saleuddin, R. Allen, J. G. Zhang, B. Cloud, K. (2020). *The Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*. Cambridge Centre for Alternative Finance. Преузето 2. 6. 2025. <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf>

Vasiu, I. Vasiu, L. (2023). *A FRAMEWORK FOR EFFECTIVE SMART CONTRACTING*. Преузето 20. 6. 2025. https://www.researchgate.net/publication/377028739_Framework_for_Effective_Smart_Contracting

Garrido, J. M. (2023). IMF Working Paper Legal Department. *Digital Tokens: A Legal Perspective*. Преузето 18. 6. 2025. <file:///C:/Users/User/Downloads/wpiea2023151-print-pdf.pdf>

Marin, O. Cioara, T. Todorean, L. Mitrea, D. Anghe, I. (2023). *Review of Blockchain Tokens Creation and Valuation*. Преузето 17. 6. 2025. <https://www.>

45 Законом о Blockchain-у I (2019) успостављен је правни оквир за држање, регистрацију и пренос хартија од вредности на технологији дистрибуиране евиденције (DLT); Законом о Blockchain-у II (2021) омогућено је њихово издавање; Законом о Blockchain-у III (2023) потврђено је да се хартије од вредности на DLT-у квалификују као финансијска имовина у складу са прописима о колатералима; док је Законом о Blockchain-у IV (2024) додатно модернизовано тржиште хартија од вредности кроз унапређену правну интеграцију DLT-а. Преузето 3. 6. 2025. <https://www.pwclegal.lu/en/publications/blockchain-law-4.html>

46 World Economic Forum. *Asset Tokenization in Financial Markets: The Next Generation of Value Exchange*. May 2025. Преузето 3. 6. 2025. https://reports.weforum.org/docs/WEF_Asset_Tokenization_in_Financial_Markets_2025.pdf

[researchgate.net/publication/375979815_Review_of_Blockchain_Tokens_Creation_and_Valuation](https://www.researchgate.net/publication/375979815_Review_of_Blockchain_Tokens_Creation_and_Valuation)

Николић, Љ. (2023). Изазови дигитализације финансијских трансакција. *Зборник радова Правног факултета у Нишу*. 98(LXI). 51–71.

Пак, М. (1995). Јурисдикција у стварима са иностранством (форуми: домицила, пословне јединице и имовине). *Анали Правног факултета у Београду*. 1–2/1995. 23–41.

Радовић, М. (ур.). (2024). *Право дигиталне имовине*. Зборник радова. Правни факултет Универзитета у Београду.

Радовић, М. (2023). Стабилни новчићи као посебан облик дигиталне имовине – правна анализа – У Радовић, В. (ур.). *Усклађивање пословног права Србије са правом Европске уније – 2022*. Правни факултет Универзитета у Београду. 226–250.

Staszczak, J. Nowostawski, M. Mikalef, P. (2025). *Economic Token Models in ReFi Projects: Token Design and Incentive Mechanisms Analysis*. Преузето 17. 6. 2025. <https://www.scitepress.org/Papers/2025/134583/134583.pdf> DOI: 10.5220/0013458300003929

Freni, P. Ferro, E. Moncada, R. (2022). *Tokenomics and blockchain tokens: A design-oriented morphological framework*. Преузето 18. 6. 2025. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2096720922000094>

Hafner, M. Pereira, M. H. Dietl, H. Beccuti, J. (2024). *The Four Types of Stablecoins: A Comparative Analysis*. Преузето 20. 6. 2025. <https://ledger.pitt.edu/ojs/ledger/article/view/326/292> DOI 10.5195/LEDGER.2024.326

European Securities and Markets Authority. *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*. 17 December 2024 ESMA75453128700-1323 Преузето 3. 6. 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

ESMA. *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*. Преузето 26. 7. 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

Fungible vs Non-Fungible Tokens: Explained. Преузето 2. 6. 2025. <https://trustwallet.com/blog/nft/fungible-vs-non-fungible-tokens-explained>

World Economic Forum. *Asset Tokenization in Financial Markets: The Next Generation of Value Exchange*. May 2025. Преузето 3. 6. 2025. https://reports.weforum.org/docs/WEF_Asset_Tokenization_in_Financial_Markets_2025.pdf
<https://www.pwclegal.lu/en/publications/blockchain-law-4.html>
Преузето 3. 6. 2025.

Народна банка Србије. *Прописи – Дигитална имовина*. Преузето 4. 6. 2025. https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/propisi/propisi-di/

Комисија за хартије од вредности. *Закон о дигиталној имовини – подзаконска акта*. Преузето 4. 6. 2025. <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/propisi/regulativa/podzakonska-akta/310-zakon-o-digitalnoj-imovini>.

Прописи

Закон о дигиталној имовини. *Службени гласник РС*. Бр. 153. 2020.

Закон о тржишту капитала. *Службени гласник РС*. Бр. 129. 2021.

Закон о промету непокретности. *Службени гласник РС*. Бр. 93. 2014, 121. 2014. и 6. 2015.

Закон о јавном бележничтву. *Службени гласник РС*. Бр. 31. 2011, 85. 2012, 19. 2013, 55. 2014 – др. закон, 93. 2014 – др. закон, 121. 2014, 6. 2015, 106. 2015. и 94. 2024.

Закон о облигационим односима. *Службени лист СФРЈ*. Бр. 29. 1978, 39. 1985, 45. 1989 – одлука УСЈ и 57. 1989, *Службени лист СРЈ*. Бр. 31. 1993, *Службени лист СЦГ*. Бр. 1. 2003 – Уставна повеља и *Службени гласник РС*. Бр. 18. 2020.

Закон о електронском документу, електронској идентификацији и услугама од поверења у електронском пословању. *Службени гласник РС*. Бр. 94. 2017. и 52. 2021.

Одлука о ближим условима и начину вођења евиденције ималаца виртуелних валута, *Службени гласник РС*. Бр. 49. 2021.

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. Преузето 11. 6. 2025. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32023R1114>

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. Преузето 3. 6. 2025. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>

Ljubica Nikolić*, LL.D.

Legislative Readiness for Digital Reality: Tokenization in Serbian Legislation

Summary

The analysis of the current regulatory framework in the field of digital assets tokenization in the Republic of Serbia shows that there is a need for further harmonization of Serbian legal regulation with modern technological practice. Although the Digital Assets Act has laid down the foundations for the legal acceptance of various types of tokens, in practice, there is a significant level of legal uncertainty, especially with regard to the classification of tokens and the conditions under which the Capital Market Act applies to certain digital assets. The difficult application of the law and reduced legal certainty are partly due to the lack of detailed criteria for the qualification of tokens as financial instruments. Although there is a possibility of issuing digital tokens for investment purposes without applying the Capital Market Act, technological incompatibility prevents the full implementation of tokenization of securities in accordance with DLT technologies. The use of smart contracts is partially permitted in certain aspects of trading and mortgage law but they do not yet have the legal force of classical contracts, nor do they meet the conditions for legal validity in all cases, especially when it comes to the transfer of real rights, such as the sale of real estate. Although digital assets can significantly improve financial and market mechanisms, the legal and technological infrastructure in the Republic of Serbia is still not fully ready to support all types of tokenization. In order to create a favorable and predictable legal environment for tokenization processes, there is a need for more precise legal regulation, as well as the adaptation of existing institutional and technological structures to modern digital models.

Key words: digital tokens, tokenization, Digital Assets Act, effects of implementing legal provisions.

* Full Professor, Faculty of Law, University of Niš