

*Мр Добросав Миловановић,
„Београдска берза“, Београд*

Регулација брокерскодилерских кућа

Брокерске и дилерске куће су врста посредника на тржишту финансијских предмета трговања. У упоредном праву предвиђени су различити модели услова и поступка њихове регистрације. У начелу, за оснивање је неопходно испунити одређене законске и услове које прописују државна регулаторна односно саморегулаторна тела. Поред тога, брокерскодилерска кућа која жели да стекне статус члана на берзи, дужна је да испуни и услове из општих аката берзе. Услови за оснивање се разликују по земљама, али се углавном односе на минимални капитал, организациону структуру, техничку опремљеност, стручну оспособљеност запослених, поштено пословање и етички кодекс. Поред оснивања прописи прецизно регулишу и активности брокерских односно дилерских кућа у погледу односа са другим кућама исте врсте (у процесу трговања, клиринга, салдирања итд), као и њиховог односа са својим клијентима.¹⁾ Такође, утврђују се и забрањена понашања, начин спровођења надзора, као и санкције које им могу изрећи надлежна тела.

Величина брокерскодилерских кућа креће се од веома малих до изузетно великих и географски разгранатих. Такође, оне могу пословати само у оквирима ванберзанског трговања, али и на домаћој берзи и берзама широм света. Модел унутрашње организације зависи од низа фактора који се односе на врсту клијената и хартије на које је брокерскодилерска кућа оријентисана, поседовање места на берзи односно пословања на ванберзанском тржишту и компјутеризације ових тржишта.²⁾

1. Б. Јоргић, Брокерска кућа, Београд, 1995, стр. 1.

2. Б. Јоргић, стр. 3.

Према нашем праву, брокерскодилерске фирме³⁾ спадају у категорију, берзанских посредника брокерског и дилерског начина трговине⁴⁾ (чл. 3. Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима - ЗББПБП). Такође, поред берзанских посредника брокерског и дилерског начина трговине, у ову категорију спадају и банке, Поштанска штедионица и осигуравајућа друштва, који добију сагласност Народне банке Југославије за обављање трговине, као и инвестициони фондови. У погледу надлежности за издавање дозволе односно сагласности и надзора над пословањем берзанских посредника, законодавац користи институционални приступ, без узимања у обзир врсте активности и предмета трговања којима се дата институција бави. У том смислу, НБЈ је надлежна за банке, Поштанску штедионицу и осигуравајућа друштва, док је за друге берзанске посреднике брокерског и дилерског начина трговања надлежна Комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште. ЗББПБП не наводи који је орган надлежан, за издавање дозволе за оснивање и надзор над организацијом и пословањем инвестиционих фондова, препуштајући посебном Закону о инвестиционим фондовима, да уреди то питање, али је за претпоставити да ће то, у складу са упоредно-правним решењима, бити Комисија.⁵⁾

ЗББПБП детаљно уређује оснивање само берзанских посредника брокерско дилерског начина трговине, док у погледу осталих берзанских посредника, основаних према другим законима, предвиђа сагласност НБЈ као предуслов за трговину на финансијској берзи и услове под којима они могу добити дату сагласност.

У упоредном праву предвиђена је обавеза регистрације брокерскодилерских кућа. Тако нпр. у САД, одредба чл. 15(а) Закона о берзама предвиђа обавезу свих брокердилера ангажованих у пословању хартијама од вредности преко граница федералних јединица, да се региструју код Комисије. Од регистрације може бити ослобођен појединац који је регистрован као удружено лице са регистрованим брокердилером. Међутим, ослобођење није доступно када он обавља послове за свој рачун.⁶⁾

У одељку "Берзански посредници", ЗББПБП предвиђа да се берзански посредници брокерскодилерског начина трговања оснивају уговором о оснивању као правна лица у форми акционарских друштава. За разлику од берзи, реч је о профитним организацијама, тако да акције берзанског посредника доносе дивиденду. Акције могу гласити само на име (чл. 74 и 75). У погледу врсте и броја оснивача, прописано је да је за оснивање берзанског посредника дилерског начина трговине неопходно најмање три правна лица,⁷⁾ док берзанског посредника који се

3. Финансијски или робни посредници у трговини тржишним материјалом.

4. То су есконтне фирме, ломбардне фирме, жиро-фирме, заложни заводи односно залагонице, мењачнице, откупне фирме и брокерско-дилерске фирме.

5. Интересантно је да законодавац није доследан у погледу коришћења институционалног приступа, тако да код берзи користи функционални принцип, на основу кога се надлежност регулаторно-надзорних тела заснива према врсти тржишног материјала, за чије се организовање трговања тражи дозвола за рад.

6. T. Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Third edition, стр. 10-11.

бави само брокерским начином трговине могу основати и најмање два физичка лица (чл. 76. ЗББПБП).

Закон предвиђа да исто правно лице може бити оснивач само једне брокерскодилерске куће, као и да брокерскодилерска кућа, не може бити оснивач другог берзанског посредника (чл. 77.). Изузетно од ових одредаба, банка може бити оснивач више брокерскодилерских кућа, али с највише једном трећином у основном капиталу сваке од њих. На овај начин се превентивно спречавају потенцијалне манипулације које се, превасходно, могу јавити на штету клијената, при међусобном трговању ових лица.

Према одредби чл. 80. важећег Закона, поред трговине тржишним материјалом,⁸⁾ брокерскодилерске куће могу обављати и послове пружања саветодавних услуга у вези с емисијом и трговином хартија од вредности, чувања хартија од вредности, вођења портфела хартија од вредности за рачун корисника услуга и друге послове у вези с трговином тржишним материјалом.

Сматрамо да би новим законом требало изричито предвидети могућност обављања још неких активности. Најпре, то су послови аранжирања који се, по својој природи, налазе између трговања и инвестиционог саветовања. Аранжирање постоји ако лице А упозна лице Б са лицем Ц, како би потоњи закључили уговор, а затим од лица Б добија провизију не само за први, него и за све касније послове које лице Б закључи преко лица Ц. Смисао би био да се регулативи подвргне и ова категорија лица, иако је реч о лицима која иначе не тргују нити дају чисто инвестиционе савете.

Такође, потребно је предвидети и послове покровитељства тј. организовања примарне емисије хартија од вредности. Оно подразумева пружање савета у погледу врсте хартија од вредности, обима, цене и времена емисије, припреме одговарајуће документације за регистрацију датих хартија код Комисије односно берзе, као и организовање синдиката за примарну продају хартија. Поред тога, покровитељ би, ако на то пристане, био дужан и да откупи све хартије од вредности дате емисије, које нису продате у предвиђеном року, по унапред утврђеној цени. Ова обавеза је од изузетног значаја за емитента, с обзиром да на тај начин стиче извесност у погледу прикупљања предвиђене количине новчаних средстава.

Према одредби чл. 81. ЗББПБП-а, под **брокерским** начином трговине подразумева се обављање послова у туђе име и за туђ рачун, уз наплату брокерске провизије. Поставља се питање разлога због којих, као вид брокерског начина трговине, није предвиђен облик пословања у своје име а за туђ рачун (тзв. комисионо иступање). Дати облик је од значаја за трговину, јер брокерска кућа може обједињујући више мањих, формирати већи налог за куповину или продају одређеног финансијског предмета трговања. На тај начин се олакшава трговање и стварају услови за постизање повољније цене и мањих трошкова за клијента. Такође, наведени облик трговања је значајан ако крајњи купац односно продавац не жели да се

7. При чему страно правно лице може бити његов оснивач под условима узајамности.

8. Сматрамо да је језички прикладнији термин финансијски предмет трговања.

открије свој идентитет при трговању. Пракса је изнашла решење по коме на берзанској закључници, нарочито код трговине краткорочним хартијама од вредности, уколико то инвеститор жели, може стајати ознака “инвеститор”, без назнаке имена лица о коме је реч. При томе, су брокерскодилерске куће које су учествовале у посредовању, једини субјекти којима су познати крајњи учесници у трговању.

Иначе, у вези са пословањем у туђе име и за туђ рачун, створен је погрешан утисак да посредник који на тај начин иступа, не сноси одговорност за потенцијалну штету у случају неиспуњења обавеза стране са којом је његов клијент закључио посао. Ова штета настаје ако, при набављању неиспорученог предмета на тржишту, постоји негативна разлика у цени. Поред тога, управо у нашој пракси – где још увек главни облик трговања представља примарна купопродаја краткорочних хартија од вредности – могући су озбиљни губици за инвеститора, када емитент о доспећу не испуни своју обавезу плаћања главнице и припадајућих камата. У вези са тим, одговорност брокера постоји, према општим принципима одговорности заступника у облигационом праву, у случају да је знао, односно као професионалац морао знати, за околности које указују на непоузданост друге уговорне стране или на тешкоће које могу настати у вези са испуњењем обавезе. Увођењем система свеобухватног евидентирања трговања краткорочним хартијама од вредности, инвеститори ће бити у прилици да јасно имају у виду степен ризика који прихватају, ако инвестирају у хартију појединог емитента одређене рочности. Такође, то ће створити и услове за плаћање различите каматне стопе, зависно од тренутног квалитета, односно рејтинга који емитенти уживају на тржишту, који ће се, до појаве рејтинг агенција, утврђивати од стране инвеститора односно учесника у трговању.

Код одговорности брокера, постоји и потреба да брокерскодилерске куће у односима са својим клијентима, посвете нарочиту пажњу процедури пријема и извршења налога. На овај начин би се избегле спорне ситуације, које могу настати ако се не зна тачно време пријема односно реализације налога, садржај овлашћења и обавеза утврђених примљеним налогом. У вези са тим, могуће су ситуације које покрећу различита питања: нпр. да ли је испоштован приоритет истих или сличних налога примљених од већег броја клијената, да ли је пружено најбоље извршење и сл.

Под **дилерским** начином трговине законодавац подразумева обављање посредничких послова у своје име и за свој рачун, уз остваривање разлике у цени (чл. 81. ЗББПБП). Иначе, дилери су трговци хартијама од вредности који иступају као принципиали, комисионари или заступници. У својству принципала они купују односно продају хартије у своје име и за свој рачун, а затим их продају односно купују од клијената, остварујући зараду кроз разлику у цени, уз сношење ризика евентуалног губитка, у случају да не могу да продају хартије по цени по којој су их купили односно да купе хартије по цени по којој су их продали.⁹⁾

Одредбом чл. 84 ЗББПБП, предвиђени су услови за оснивање берзанског посредника (брокерског и дилерског начина трговине):

1) минимални износ новчаног дела основног капитала који не може бити мањи од 300.000 нових динара за обављање брокерског начина трговине, или од 1.000.000 нових динара за обављање дилерског начина трговине. Сматрамо да би, с обзиром на могућност промене паритета динара, минимални износ новчаног дела основног капитала требало предвидети као динарску противвредност износа предвиђеног у одређеној конвертибилној страниој валути. При томе, требало би, као у словеначком закону предвидети различите износе за обављање различитих активности, с обзиром да оне не носе једнак степен ризика. Повезано са тим је и избегавање успостављања аналогије са нивоом минималног капитала за банке, што настоји да оствари гледиште тзв. “нивоа поља за играње”. Наиме, чињеница да се огранак банке може бавити идентичним пословима као и брокерскодилерске куће, не би требало да доведе до прописивања високог нивоа минималног капитала за брокерскодилерске куће, ради наводног успостављања равноправности између различитих играча на тржишту. Делатност банке је сасвим другачије природе и подразумева могућност системског ризика, док су ризици повезани са трговањем хартијама од вредности сасвим другачије природе и не могу изазвати тако тешке последице. Поред наведеног, са аспекта минималног капитала брокерскодилерских кућа, битно је прецизирати допуштене изворе и начине прикупљања средстава и предвидети обавезу трајног одржавања датог износа.

2) кадровска и техничка оспособљеност за успешно обављање послова за које се оснива, што подразумева постојање одговарајућег броја лица са лиценцом (положеним стручним испитом) у сталном радном односу односно потребну рачунарску опрему и опрему за телекомуникацију;

3) прибављање дозволе за рад од Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште.

Уз захтев за издавање дозволе за рад оснивачи берзанског посредника подносе одговарајуће оснивачке акте (уговор, статут, правила), податке о оснивачима и о њиховом улогу, о лицима с посебним овлашћењима и одговорностима и одговарајуће доказе о брокерима, пословном простору и опреми (чл. 85. и 86. ЗББПБП).

Одредбом чл. 93. ЗББПБП предвиђена је забрана уписа у судски регистар берзанских посредника брокерско-дилерског начина трговања. Истом одредбом штите се и њихови називи, јер их остала лица не могу користити, ако нису основани као берзански посредници, у складу са овим законом.

За своје обавезе берзански посредник брокерског и дилерског начина трговине одговара својом имовином. При том, за обавезе берзанског посредника могу одговарати и акционари ако дају неопозиву изјаву да ће на први позив измиривати све његове обавезе из дилерског начина трговине. Иначе, у обављању дилерског

9. Маржа (разлика у цени) је нпр. у САД 5%, али њена коначна висина зависи од више елемената: врсте хартије (за обвезнице је нижа него за акције) утрживости хартије (већа је код недовољно активних хартија), цене хартије (нижа цена носи већу маржу), величине трансакције (на велике трансакције се примењује мања маржа), квалитета и обима услуга (за квалитетније и комплексније услуге већа маржа). Б. Јоргић, стр. 2.

начина трговине берзански посредник може имати отворене ставке највише до десетоструког износа новчаног дела основног капитала. На овај начин се настоји да се ограничи потенцијални ризик који може преузети берзански посредник дилерског начина трговине.

Својевремено је при усвајању ЗББПБП речено да је у наш правни поредак уведена институција тзв. market meјкега (ММ). При томе се мислило на одредбу ст. 2. чл. 60, према којој су брокери чланова берзе у берзанској и регулисаној ванберзанској трговини дужни да истовремено саопштавају понуду и тражњу за одређеним тржишним материјалом.

Сматрамо да овај покушај представља погрешан начин увођења ММ-а, чија улога на тржишту може бити изузетно корисна са аспекта повећања ликвидности тржишта, што је од посебног значаја за наше услове. У упоредном праву, ММ су дилерске куће које су преузеле обавезу да на тржишту истовремено купе или продају одређену количину хартија по утврђеној цени.¹⁰⁾

Према томе, на тржишту, купци и продавци (или брокери који делују као њихови агенти), међусобно тргују директно или преко посредника познатог као ММ. Ако је трговање директно, могући купац мора да нађе одговарајућег потенцијалног продавца. Ако постоји ММ, он купује од продавца за свој рачун (делује у својству принципала) у нади да ће касније пронаћи лице коме ће продати уз профит. Стога, су ММ спремни да продају хартије (које чак можда и не поседују) у очекивању каснијег проналажења продавца.¹¹⁾ Према томе, они у сваком моменту фиксирају двоструку котацију (куповну и продајну цену хартија којима тргују и по којима су спремни да их купе или продају), с тим да по сваком трговању могу да промене утврђену цену и разлику између цена, све док нису у стању да избалансирају своје књиге. Њихова зарада представља разлику између њихових куповних и продајних цена.

ММ, којих у пракси редовно има у великом броју у међусобној конкуренцији, позајмљују ликвидност тржишту. Потенцијални купац може да купи предмет трговања одмах, без чекања потенцијалног продавца, тако да се хартије могу одмах претворити у готовину.¹²⁾ За разлику од тога у ЗББПБП, је овај модел (на жалост) проширен и на посреднике који иступају у својству брокера. Наиме, Закон прописује обавезу свих берзанских посредника да уз налоге куповине истовремено дају и налоге продаје одговарајућег тржишног материјала – чак и када немају намеру да дати материјал продају за свој или туђи рачун. Ово може имати негативне последице на формирање цене предмета трговања при коришћењу појединих метода трговања – нпр. аукције. Стога би требало предвидети да обавеза дилерске фирме да иступа у својству ММ, постоји само када је она у складу са предвиђеним условима прихвати.

10. Б. Јоргић, стр. 3.

11. М. Brett, How to Read Financial Pages, стр. 21-22.

12. М. Brett, стр. 22-23.

Пословање брокерскодилерских кућа са физичким лицима је уобичајени вид пословања у свету. У вези са тим потребно је одредбама новог Закона изричито предвидети ову могућност, али и кадровске, техничке, просторне и друге предуслове за обављање датих послова.¹³⁾ Такође, овим и другим односним законима, као и подзаконским актима Комисије, требало би предвидети целокупну технологију ове врсте пословања, са циљем избегавања потенцијалних спорних ситуација и заштите клијената и самих кућа. Поред тога, требало би предвидети да брокерскодилерске куће могу да воде разне врсте рачуна за хартије односно за новчана средства. При томе, оба рачуна би морала имати карактер тзв. пролазних рачуна, у том смислу да средства и хартије на овим рачунима не би смела да улазе у имовину брокерскодилерске куће. Реч је о принципу сегрегације средстава, по коме она остају у својини клијената, чак и у случају стечаја или ликвидације брокерскодилерске куће, на основу чега не улазе у стечајну односно ликвидациону масу. Требало би омогућити вођење оних врста рачуна који су познати у упоредном праву:

а. Код готовинског рачуна, као најраспрострањенијег, клијент промтпно, а најкасније на дан салдирања трансакције плаћа купљене хартије од вредности у готовом или чеком. Ако он, након утврђеног рока, не плати купљене хартије, брокерска кућа има право да их прода, а да евенуталну негативну разлику надокнади са салда на клијентовом рачуну. Међутим, без обзира да ли се брокер наплатио од свог клијента, он мора извршити преузету обавезу према другом брокеру у року предвиђеном за салдирање трансакције. Према томе и када брокер иступа у туђе име и за туђи рачун, ради очувања поверења у тржиште, по закључењу трговања, примарна обавеза за извршење уговорених обавеза лежи на самим брокерима.

б. Код кредитног рачуна клијент промтпно уплаћује само део новчаних средстава потребних за куповину хартија од вредности, а остатак позајмљује од брокерске куће. Најчешћи однос промтпне уплате према кредиту је 50% према 50%, али то зависи од кредитне способности клијента и прописа појединих земаља. Код ове врсте рачуна потписује се уговор којим клијент залаже купљене хартије од вредности као гаранцију отплате кредита. Ако цена заложених хартија падне испод износа искоришћеног кредита, брокер не може самовољно да прода хартије у циљу заштите свог кредитног пласмана.

Генерално све хартије са листинга берзе могу бити предмет куповине преко кредитног рачуна, док се код оних којима се тргује у ванберзанском трговању приступа селективно, о чему коначну одлуку доноси сама брокерска кућа. Она одлучује и о томе ком клијенту ће дозволити да тргује преко овог рачуна, што зависи од његовог бонитета.

13. У смислу одвојеног и видно обележеног простора за те намене, квалификованог лица за отварање рачуна и рад са клијентима и сл. Тако нпр, Б. Јоргић, стр. 11, истиче да сваки клијент добија свог референта, који му отвара рачун, прихвата његове налоге за куповину или продају, обавештава га о извршеним налозима, даје савете и сарађује по свим осталим питањима са клијентом. Реч је о лицу које мора бити добар познавалац пословања хартијама и рада са странкама.

Код куповине хартија преко кредитног рачуна, брокерска кућа обично инсистира да се оне региструју на њено име, што значи да се име клијента не појављује на хартијама нити у евиденцији емитента. Овакав положај није неповољан за клијента, пошто се хартије не могу пренети на треће лице без његове сагласности. Као регистровани власник нпр. акција, брокерска кућа прима дивиденду, извештаје и обавља целокупну комуникацију са емитентом. Она је дужна да одмах по пријему све проследи крајњем власнику, тј. свом клијенту. Често се дешава да клијент буде брже услужен на овај начин, него када има директан контакт са емитентом. Овај вид држања хартија од вредности има и погодности за крајњег власника, јер је ослобођен бриге око чувања хартије, наплате дивиденде, а не мора ни да обавља низ других административних послова, нарочито приликом преноса власништва на треће лице. Стога, клијенти често захтевају овакав начин вођења хартија од вредности и код готовинских рачуна.

Ипак, одређени број инвеститора у хартије од вредности инсистира да хартије буду регистроване на њихово име, па чак и да их физички поседују. Поред навике, постоје и жеља власника хартије да не буде стално чврсто везан за једног, већ да се брзо и лако може оријентисати на другог или више других брокера.¹⁴⁾

ц. Два или више физичких лица могу отворити заједнички рачун. Постоје две врсте:

- за случај смрти једног, целокупна средства на рачуну припадају другом партнеру, тако да овај рачун има неке елементе тестаментa (обично брачни партнери)
- у случају смрти једног партнера, његова средства се приписују осталој његовој заоставштини и деле њену правну судбину (нпр. код пријатеља, рођака и сл.)

Предности заједничког рачуна су смањивање трошкова држања рачуна код брокерске куће и концентрација и укрупњавање средстава, што је од нарочитог значаја код малих инвеститора.

д) Рачун који носи погодност пружања савета

Брокерскодилерске куће могу бити чланови берзе по испуњењу одговарајућих услова. Међутим, оне су неспорно заинтересоване и за организацију, начин рада и обезбеђивање средстава за рад ових институција. Стога сматрамо погрешним решење предвиђено одредбом члана 8. ЗББПБП, по коме се овлашћење за оснивање финансијске берзе додељује банци, Поштанској штедионици, осигуравајућем друштву, савезној држави и републици чланици, уз искључење посредника брокерско-дилерског типа, иако су потоње фирме и пре закона, а нарочито у последњој половини ове деценије представљале кључне учеснике у трговању хартијама од вредности. На тај начин је улога посредника брокерскодилерског начина трговања неприродно сведена на потенцијалне чланове берзе, без могућности њиховог учествовања у управљању и развоју, као и сношењу одговорности за рад берзе у својству акционара. Једино објашњење постојећег решења би било узима-

14. Б. Јоргић, стр. 12-14

ње у обзир немачког модела у коме банке играју кључну улогу, мада су у међувремену и те солуције знатно измењене. У прилог напуштања датог решења, у правцу проширивања потенцијалног круга оснивача, је и чињеница да се банке у досадашњем раду берзе, углавном нису појављивале као главни учесници на тржишту.

Контрола берзанских посредника

У упоредном праву, брокерскодилерске куће се налазе под стриктним надзором надлежне административне агенције¹⁵⁾ односно другог државног органа, као и одговарајуће саморегулаторне организације.¹⁶⁾ Одредбом чл. 15(б)(4) Закона о берзама у САД Комисија је овлашћена да води саслушања и изриче дисциплинске санкције од осуда до опозива регистрације брокердилера ангажованих у извесним врстама забрањеног пословања. Закон предвиђа случајеве када СЕЦ може изрећи санкције након административног саслушања.¹⁷⁾

Поред изрицања санкција по основу директне регулације брокердилера, Комисија је надлежна и за надзор над структуром фирме и за предузимање мера ради обезбеђења солвентности брокердилера. Одредба чл. 15(б)(7) обавезује брокердилере да испуне стандарде оперативне и финансијске способности, које установљава Комисија.¹⁸⁾

Одредбом чл. 15(ц)(1) Закона о берзама, изричито се забрањује брокердилерима за хартије од вредност да се ангажују у преварним праксама и пословању. Такође, посебно је, као незаконита, назначена злоупотреба средстава и хартија клијената.¹⁹⁾

При томе, иако у праву САД постоје извесне директне надлежности СЕЦ-а према брокердилерима, највећи део њихове регулације може се приписати надзору Комисије над активностима СРО.²⁰⁾ Тако Закон захтева да сви брокердилери буду чланови квалификоване СРО, од чега их СЕЦ може ослободити на основу чл. 15(б)(9).

Према томе, поред директне примене СЕЦ-а, СРО (берзе и НАСД), својим члановима могу изрећи дисциплинске санкције за повреде својих правила. Дисциплинске мере СРО може преиспитивати СЕЦ, док су одлуке СЕЦ-а, предмет преиспитивања од стране савезног суда за жалбе.²¹⁾ Свака СРО је дужна је да дисциплинује своје чланове, како би обезбедила да они поштују правила и регулативу.

15. Најчешће типа америчке Комисије за хартије од вредности и берзе.

16. Берзе односно струковног удружења брокера и дилера.

17. Нпр. када брокер дилер изврши лажан упис код СЕЦ-а, ако намерно повреди било коју одредбу закона или правила у овој области и сл.

18. Нпр. правило нето капитала захтева да биланси стања брокердилера одражавају довољну основу имовине и обавезују на рачуноводствене стандарде применљиве за утврђивање дате основе имовине.

19. T. Lee Hazen, стр. 13-16.

20. Ibid, стр. 10.

21. Ibid, стр. 10-16.

Брокерске фирме дужне су да надзиру своје запослене. Оне могу бити одговорне и за повреду дужности надзора им се могу изрећи санкције СЕЦ-а и СРО.

У нашем праву, одредба чл. 88, ЗББПБП предвиђа тзв. редовну контролу берзанског посредника на основу које је савезни орган дужан да најмање два пута годишње контролише пословање берзанског посредника.

У обављању контроле он има класична инспекцијска овлашћења кроз право увида у пословне књиге и другу документацију берзанског посредника, као и субјеката за које берзански посредник обавља послове. Иста овлашћења предвиђена су и одредбама чл. 65 Правилника Комисије о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта,²²⁾ у делу који се односи на контролу пословања берзанског посредника.

Појединачне послове у вези са вршењем контроле пословања хартијама од вредности Комисија може да повери берзи, удружењу берзи и берзанских посредника или другом правном лицу. Иницијативу за вршење контроле берзанског посредника може дати берза и клијент берзанског посредника.

Одредбом чл. 66. Правилника предвиђа се шта се нарочито утврђује контролом берзанског посредника. Реч је о разним видовима манипулације на тржишту односно непоштовању других одредаба закона, подзаконских односно аутономних аката којима су утврђене одговарајуће обавезе, чији је смисао заштита клијената, интегритета тржишта и јавног интереса уопште.

У чл. 67. Правилника, утврђена су овлашћења Комисије приликом вршења контроле берзанског посредника. Тако она може да тражи извештаје и информације у вези са пословањем берзанског посредника, као и субјеката за које берзански посредник обавља послове, извештај овлашћеног ревизора и додатну информацију о економско-финансијској ревизији берзанског посредника, допунску контролу, односно допунску ревизију берзанског посредника. Такође, берзански посредник је дужан да редовно обавештава Комисију о својој финансијској позицији, статусним променама, учешћу у капиталу код других правних лица, променама у власништву у основном капиталу, несолвентности, као и о оним хартијама од вредности којима тргује, за чију емисију није потребно одобрење Комисије односно за које је Комисија донела решење о одбијању захтева (чл. 74. Правилника), што представља један од предуслова реализације надзорне функције Комисије.

Изрицање мера

Ако се наведеном контролом утврди да је берзански посредник пословао супротно закону и другим прописима и на начин који угрожава његов бонитет, Комисија ће коначним решењем изрећи меру којом налаже берзанском посреднику да у одређеном року своје пословање усклади са законом (чл. 89. ЗББПБП).

22. "Службени лист СРЈ", бр. 2/96, 8/98, 63/98.

Поред тога, одредбом члана 68. Правилника, предвиђено је да Комисија, ако утврди да берзански посредник крши прописе у пословању хартијама од вредности, може решењем да изрекне следеће мере:

1) привремену забрану берзанском посреднику да извршава појединачне трансакције;²³⁾

2) трајну забрану берзанском посреднику да извршава појединачне трансакције;²⁴⁾

3) јавно објављивање да берзански посредник крши прописе у пословању хартијама од вредности.²⁵⁾

Такође, Комисија је легитимисана да за утврђене неправилности поднесе пријаву за кривично дело, привредни преступ или прекршај (чл. 69. Правилника).

Комисија информисе берзу о извршеној контроли берзанског посредника и мерама које је предузела према берзанском посреднику (чл. 70. Правилника).

Струковно удружење

Сматрамо да одредба чл. 94. ЗББПБП према којој берзе и берзански посредници могу основати удружење берзи и берзанских посредника (у даљем тексту: Удружење),²⁶⁾ са аспекта круга оснивача, представља неприродан начин оснивања струковног удружења у овој области. Наиме, брокерскодилерске куће се у упоредном праву удружују у берзе (као њени чланови односно акционари) и подвргавају њеним правилима и контроли или у удружење брокердилера, као облике саморегулаторних организација. При томе, потоњи облик има смисла првенствено

23. Комисија доноси решење о привременој забрани трговања берзанског посредника, нарочито ако утврди:

1) да обавља фиктивне трансакције хартијама од вредности у намери да погрешно усмери инвеститора у погледу цена хартије од вредности;

2) да брокери или запослена лица купују или продају хартије од вредности које емитује берзански посредник, пре окончања купопродаје са клијентима;

3) да не одржава прописани минимум ликвидних средстава за дневно салдирање односно прописани ниво средстава за спорне трансакције.

Решењем Комисија утврђује рок у коме берзански посредник мора отклонити утврђене неправилности. Када утврди да су отклоњене неправилности, Комисија доноси решење о престанку решења о привременој обустави рада берзанског посредника (чл. 71. Правилника).

24. Комисија доноси решење о одузимању дозволе за рад берзанском посреднику нарочито ако утврди неку од манипулација у трговању, неотклањање неправилности у раду у предвиђеном року и не поступање по налозима Комисије, добијање дозволе на основу лажне информације, неиспуњавање услова за даљи рад и сл. (чл. 72 Правилника).

25. Комисија јавно објављује податке, нарочито кад утврди да берзански посредник:

1) није огласио почетак продаје откупљених хартија од вредности;

2) без сагласности клијента ставља у залог или позајмљује његове хартије;

3) није обезбедио чување пословне тајне и заштиту од њихове злоупотребе;

4) чини друге повреде правила које се односе на трговање хартијама од вредности. (члан 73. Правилника)

као СРО на ванберзанском тржишту у смислу утврђивања правила трговања, етичког кодекса и сл. С друге стране, ради реализације својих интереса, берзе се могу међусобно повезивати у своје асоцијације.

Тако је нпр. НАСД национална организација дилера хартијама од вредности са 14 окружних канцеларија. НАСД има обимна правила која уређују његове чланове и запослене, која се односе на организациону структуру и стандарде пословања. Уређење и правила НАСД налазе се у Правилима НАСД-а (ЦЦХ). Као у случају националних берзи, правила НАСД су предмет СЕЦ-овог вета.²⁷⁾ НАСД је овлашћен да врши саслушања или искључење својих чланова за повреду закона или правила НАСД.

Комисија има надзорне одговорности у вези са изградом правила НАСД. Свака предложена промена правила мора се поднети Комисији. Предложена правила ступају на снагу, ако СЕЦ у одређеном року не покрене поступак за неодобравање. Такође, СЕЦ може да укине, допуни и поништи правила СРО. Међутим, ово овлашћење се веома ретко извршава. Поред тога, Комисија може суспендовати и опозвати регистрацију удружења.

Стога сматрамо да би изменама и допунама закона требало имати у виду ова решења, првенствено због интереса оснивања ове врсте удружења, као и начина на који се они иначе остварују.

Закључак

Законска и подзаконска регулатива и акти саморегулаторних организација захтевају доградњу и унапређења. Предуслов успешности датог посла је претходна свеобухватна анализа, у циљу избора стратешких решења модела нашег тржишта хартија од вредности. У том смислу, с обзиром да су кључни циљеви ове врсте регулативе заштита инвеститора, интегритета тржишта и јавног интереса уопште, нарочито је неопходно извршити анализу користи и трошкова појединих решења и целокупног процеса регулације брокерскодилерских кућа и тржишта уопште. У том смислу, сматрамо да би требало предвидети искључиво она законска ограничења, која обезбеђују поузданост пословања ових субјеката према врсти активности коју обављају, без административних покушаја да се њихов број сведе на неколико гломазних институција. "Мале куће" које испуњавају минималне услове, могу се показати успешнијим и прилагодљивијим у обављању појединих

26. Према одредби чл. 95. ЗББПБП удружење је правно лице и оснива се као пословно удружење, у складу са савезним законом којим се уређује оснивање и пословање предузећа. Удружење је овлашћено да обавља низ активности од организовања стручних договора ради унапређења и уједначавања берзанске и ванберзанске трговине, стручне обуке за добијање звања брокера, преко усвајања трговинских узанси и кодекса понашања, праћења извршавања професионалних дужности и придржавање кодекса понашања берзанских брокера, до вођења регистара брокера и других послова.

27. T. Lee Hazen, стр. 19.

врста пословања, уз омогућавање, ради реализације одређених пословних подухвата, постепеног “природног” пута и ка већим институцијама. У свему осталом би требало препустити да конкуренција пружи адекватне одговоре. У прилог томе говори и чињеница да је реч о профитним институцијама и да је неопходно обезбедити да клијенти добију најквалитетнију услугу уз најмање могуће трошкове. Поред наведеног, при изради законских и подзаконских решења, неопходно је обезбедити укључење у јавну расправу свих заинтересованих субјеката о предложеним решењима, што је иначе уобичајена пракса свих регулаторних тела у свету.

Поред правних празнина и појединих нелогичних решења, кључни проблем досадашњег рада тржишта хартија од вредности састојао се у неспровођењу или неадекватном тумачењу и реализацији постојећих решења. У вези са тим потребно је предвидети адекватне надзорне процесе, праћене одговарајућим системом санкција. Уз то неопходно је обезбедити потпуну непристрасност чланова Комисије и запослених. Континуирани тренинг запослених ради сталног иновирања знања, у овој изузетно осетљивој и специфичној области има немерљив значај. Неопходна је и едукација запослених у брокерскодилерским кућама као и јавности уопште. Повећање знања у овој области представља најпотпунију меру превенције. У томе кључну улогу имају Комисија, берза, струковно удружење и саме брокерскодилерске куће.

Успешном раду тржишта хартија од вредности би временом требало све мање да доприноси улога регулаторнонадзорних тела, у смислу коришћења инспекцијских и других класичних надзорних овлашћења и санкција. Наместо тога, све више би требало да дође до изражаја принцип слободне конкуренције уз поштовање постављених оквира и етичких принципа. Такође, тзв. регулација путем репутације би требало да постане основни стил рада наше Комисије. То подразумева стално обавештавање о резултатима рада брокерскодилерских кућа. На тај начин се јавности омогућава да раздвоје фирме које су се у својој пословној политици првенствено определиле за дугорочно и квалитетно пословање и оне којима је првенствени циљ краткорочна зарада.