

*Др Небојша Јовановић,
ванредни професор, Правни факултет, Београд*

Заштићени улагач на тржишту вредносних папира

УВОД – Поред робног тржишта постоји тржиште вредносних папира у земљама развијеног тржишног система привређивања. На њему се, слично робном тржишту, купују и продају вредносни папири, као посебна врста робе, као и што се професионално пружају услуге у вези са том купопродајом (нпр. посредовање, заступање, комисион, саветовање, чување и руковање). У маси његових учесника, опет слично робном тржишту, разликују се професионални трговци ("професионалци"), који се у виду занимања баве купопродајом вредносних папира или пружањем трговинских услуга другим лицима, од неких купаца и продаваца ("аматера"). Неки учесници углавном настоје да на тржишту вредносних папира очувају и увећају вредност своје уштеђевине (слободног капитала), без улагања свог рада. Отуда се они на тржишту вредносних папира јављају као купци, улажући своје имовинске вредности (већином новац) у њихове емитенте, док се као продавци јављују ређе и то махом кад нису задовољни приходима које им емитент исплаћује по основу хартија. На тај начин се издваја посебна група учесника тржишта вредносних папира, која је посебно осетљива на тржишне промене и друга догађања, због своје неукости, неискуства, лаковерности и, појединачно гледано, слабије имовинске моћи у односу на професионалне учеснике. У правној и економској науци, посебно англосаксонској и романској, за њих се усталио израз "улагачи" (енг. *investors*, фр. *investisseurs*), који потиче од њихове првенствене делатности на тржишту вредносних папира (улагања капитала одн. куповине хартија).

Законодавства предвиђају низ правила о заштити улагача, због њихове осетљивости на ризике у трговини вредносним папирима, како би им се обезбедила правна сигурност улагања и поверење у финансијски систем.¹⁾ Међутим, нема по-

требе да се појачана заштита пружа свим улагачима редом, јер неким од њих није потребна (нпр. инвестиционим фондовима, као професионалним улагачима). Они би се тиме само повлашћивали у односу на друге учеснике тржишта, укључујући и професионалне. То би водило стварању непоштене тржишне утакмице, која је штетна по свако тржиште, па и по тржиште хартија од вредности. Због тога је у сваком законодавству изузетно битно да се јасно одреди појам улагача, који ужива посебну заштиту. Његово законско дефинисање је слично одређивању појма *инвестор* на робном тржишту, јер су им положаји слични. Чак је положај улагача ризичнији од положаја потрошача, јер је куповина вредносних папира ризичнија од куповине робе. Док се куповином робе увек добија нека ствар, као материјална вредност (нпр. ципеле, аутомобил, хлеб), макар да је некавалитетна, куповином вредносних папира може да се не добије баш ништа, у случају кад сасвим изгубе вредност, било да је због преваре стварно нису ни имали, или да им је "испчилела" услед пропасти емитентовог добитног подухвата у који је уложио капитал сакупљен емисијом.

ПОЈАМ УЛАГАЧА – У дефинисању заштићеног улагача, као улагача који ужива посебну (појачану) правну заштиту у односу на остале улагаче на тржишту вредносних папира, треба да се пође од појма улагача уопште. Разликује се његов економски од правног појама.

Економски гледано, улагач је свако лице које предузима радњу *улагања* капитала. Улагањем се сматра свако уношење имовинске вредности (капитала) у какав добитни (финансијски, трговински или производни) подухват у намери да се, обртом, увећа. Отуда и потиче израз "улагач" или "инвеститор". Није значајно да ли улагач лично ради на обрту капитала (тзв. предузетник), или то ради друго лице, коме га је поверио на управљање и пословање. Није значајно ни да ли улагач обрће капитал сам или "у друштву" са другим лицима ("оргацима" – привредно друштво). Најзад, није значајно ни да ли улагач непосредно улаже капитал у добитни подухват (нпр. оснивањем или повећањем капитала неке компаније) или посредно - стицањем учешћа у том подухвату од другог улагача (нпр. куповином, разменом, пријемом на поклон или наслеђем акција одн. удела од постојећег члана компаније).

Правно гледано, економски појам улагача је преопширан и недовољно јасан. Због тога, законодавства дефинишу улагача уже и јасније, не сматрајући неке субјекте улагачима. Тако је, најопштије правно гледано, улагач лице, које купује

1. Заштита се састоји од низа мера, које је дужан да предузима званични надлежни надзорни орган (нпр. комисија за хартије од вредности, берзански комесар, министарство финансија, тржишни инспектор и др.), као што су мере бесплатног узимања у заштиту преварених улагача у односу на емитенте и професионалце или парничење са професионалцима за рачун масе искоришћених ситних улагача, емитенти (нпр. начелна обавеза јавне емисије осим у допуштеним изузетцима, дужност редовног објављивања извештаја о пословању и др.) и професионални учесници тржишта (нпр. избегавање сукоба интереса са клијентом, подношење извештаја званичном органу).

вредносне папире, у намери да по основу њих убира приходе од емитената. Оно користи низ пратећих услуга (заступање, посредовање, саветовање, управљање хартијама) у куповини хартија и убирања њихових прихода. Краће речено, улагач је како купац, тако и корисник услуга професионалаца у пословању вредносним папирима. Ипак, улагачем не сматра лице које лично обрће уложени капитал, било само (предузетник) или преко привредног друштва.

По обухвату субјеката на које се односе, разликују се три правна схватања улагача.

Најуже схватање ограничава улагача само на купца вредносних папира у *емисији*. Ту се улагачем сматра само *први купац* хартија, као “изворни” улагач, који даје капитал емитенту. Није значајно да ли је хартије купио непосредно од емитента или од емитентовог заступника, покровитеља или препродавца. Битно је да је купио хартије у емисији и да је накнада, коју је за њих дао прешла у имовинску масу емитента, макар и посредно, преко другог лица.

Шире схватање проширује појам улагача на *сваког купаца* хартија, које се налазе у промету, вез обзира да ли је први или накнадни. Није значајно да ли су хартије купљене у емисији или у препродаји. У препродаји хартија (тзв. секундарно тржиште) на место претходника (ранијег купца) у привредни подухват, ступа његов следбеник (нови купац, прекупац), који је ту “замену” (место у подухвату, чланство) платио својим капиталом. Тиме га је посредно уложио у подухват, али само у обиму (номиналној вредности) свог претходника. Како и прекупци често могу да буду насамарени колико и први купци, оправдано је да се и њима, као посредним улагачима, пружи иста правна заштита.

Најшире схватање види улагача не само у купцу хартија, већ у сваком лицу које у пословању хартијама користи услугу неког професионалца, било да хартије купује, продаје, инвестиционо се саветује или рукује (нпр. убира приходе). Оно полази од претпоставке да улагачи, посебно неуки, могу да претрпе штету услед несавесног или лошег рада сваког професионалца, чију услугу користе. С тога њима, као слабијој уговорној страни у односу са професионалцем, треба посебна заштита надзорне заваничне власти. Због тога се у “заштитним прописима” улагачем сматра сваки *корисник професионалчеве услуге* у инвестиционом пословању. То значи да се улагачем сматра и *продавац* хартија, који је користио саветничке, посредничке, заступничке, комисионе или препродајне услуге професионалца, како би продао своје хартије трећем лицу. Треће лице (купац) се, такође, сматра улагачем. Ово схватање је уобичајено у упоредном праву о трговини вредносним папирима, коме је један од основних и крајњих циљева баш заштита улагача.²⁾

Наше право улагача назива инвеститором, а дефинише га искључиво као купца хартија.³⁾ То значи да оно не прихвата треће, најшире, схватање улагача, чиме

2. Pennington Robert, "The Law of the Investment Markets", Oxford, 1990, с. 110.

3. Закон о хартијама од вредности из 1995. г. "Сл. л. СРЈ, 26/95", чл. 70, ст. 1, т. 4, чл. 80, ст. 1, т. 6; Нацрт закона о тржишту хартија од вредности из септембра 2000. године, који треба ускоро да се усвоји као закон (даље: Нацрт), користи израз “инвеститор”, али га не дефинише (чл. 211).

битно сужава субјекта заштите у пословању хартијама. Осим тога, наша пракса је завела једно бесмислено ограничење, по којем купци хартија могу да буду само правна, а не и физичка лица. Талас приватизације који нас последњих година захвата, у којем физичка лица све више постају акционари, требало би да сруши ту одбојност према појединцима као улагачима, у нашим професионалним берзанским круговима. Два су узрока таквог става нашег законодавства и праксе. Први је традиционално неповерење према предузетнишву појединаца, које потиче из окоштаних комунистичких схватања привређивања код нас. Други је прихватање битних састојака германског система организовања финансијског тржишта.

За разлику од англосаксонског и романског система организовања финансијског тржишта, где је маси ситних улагача допуштен *непосредан* приступ тржишту вредносних папира (посебно у берзама), германски систем је затворенији, те је и појам улагача у њему недовољно развијен. Немачко право не допушта улагачима непосредан приступ ефектним берзама, већ искључиво преко банака и других финансијских установа, које једино могу да буду чланови ефектних берзи. Због тога се сигурност улагача на тржишту вредносних папира (у ствари, банчаних клијената) штити правилима банкарског права о пословању банка, а не правилима о пословању вредносних папира, као у англосаксонском и романском систему.⁴⁾ Отуда немачко право добро познаје и штити улагача (штедишу, нем. *Einzahler*) и депонента (*Hinterleger*) код банака, а слабо улагача у вредносне папире. Појачана заштита улагача на тржишту вредносних папира није ни потребна, будући да су то банке, као професионалци, који купују хартије за рачун својих клијената. Због тога немачко право говори само о "купцу" хартија.

МОТИВИ УЛАГАЧА – За одређивање појма улагача и његово разликовање од осталих учесника на тржишту хартија (нпр. од препродаваца) изузетно су значајни мотиви (намере), које имају у вези са купљеним хартијама. Мотиви улагача у вредносне папире су у основи двојаки. Први, основни мотив, су приходи (дивиденде, камате) које емитент буде плаћао. Тиме себи омогућава издржавање без улагања рада, уз могућност повраћаја уложеног капитала кроз продају хартија или наплату њихове главнице о доспелости (нпр. обвезнице, записи). Други, споредан, мотив је капитална добит, кроз продају купљених хартија по увећаној цени (тј. тржишној вредности свог удела у добитном подухвату). То му омогућава да заради на разлици између ниже, куповне, и више, продајне, цене. Битно је да је улагачев мотив стицања капиталног добитка споредан. Ако је купцу хартија то главни мотив, онда он није улагач већ препродавац, пошто већ у часу куповине има препродајну (шпекулативну) намеру. Тада за њега важе правила о препродавцима, те нема право на правну заштиту улагача.

Мотиви често зависе и од личности улагача. Они који цене стабилност цена хартија и прихода, које по основу њих убирају, купују углавном тзв. сигурне харти-

4. Peltzer Martin & Brooks P. Jermyn, "German Banking Law", Dr. Otto Schmidt KG, Koln, 1985, p. 40 – 82.

је. Такве су хартије сигурних и стабилних великих емитената. То су, рецимо, дугорочне обвезнице државе или првокласних великих компанија. Улагачи који желе брзо богаћење, уз спремност да претрпе губитке услед пада курсева, настоје да купе хартије које “обећавају” брзи и знатан раст прихода, цена и капиталне добити. Такве хартије су акције напредних, брзо растућих друштава, која бележе нагли раст дивиденди, курсева и обима свог пословања. Улагања у такве хартије су, међутим, знатно ризичнија него улагања у сигурне хартије, услед наглих промена у развоју технике и технологије (нпр. производња опреме високе технологије) или услед исцрпљивања расположивих природних резерви (нпр. нафтне компаније).⁵⁾

ЗАШТИЋЕНИ УЛАГАЧ – Појам улагача, како је у законодавствима дефинисан, довољно је широк да обухвати велики број учесника на финансијском тржишту, од којих многи нису стварни улагачи, иако купују хартије или користе услуге професионалаца. Осим тога, неким од стварних улагача никаква заштита није потребна, јер су због стручности, богатства или искуства, у стању да се сами ефикасно старају о својим пословима и интересима. Због тога заштитни прописи искључују своју примену на поједине врсте улагача. Тиме их искључују из опште дефиниције улагача, стварајући појам заштићеног улагача, иако најчешће не познају израз “заштићени улагач”. Отуда је заштићени улагач само улагач, који ужива посебу и појачану заштиту званичне надзорне власти и осталих органа предвиђених заштитним правом на тржишту вредносних папира, јер није у стању се организовано и делотворно сам штити.

Заштита улагача треба да се разликује од статусно-правне заштите *мањине акционара* одн. чланова у компанијама у односу на већину и управу. Заштита мањине акционара (чланова) пружа се унутар компанија, првенствено од штета које могу да претрпе услед злоупотребе овлашћења већине акционара (чланова) у процесу одлучивања и управљања и то правилима компанијског права (нпр. право на

5. Искуство земаља са високо развијеним тржиштем вредносних папира указује да улагачи радије купују сигурне, него ризичне хартије. У Лондонској ефектној берзи се, рецимо, нешто мање од две трећине дневне вредности свих послова, закључује у вези са дугорочним и средњорочним облигационим хартијама (доследност између 5 и 30 година), чији емитент је држава или друго јавноправно лице (тзв. *guilt-edges securities*). У преосталом делу берзанског обрта, највећу вредност захватају послови са редовним акцијама, а нешто мању са компанијским облигационим хартијама. (Pennington R., op. cit., с. 4, 5).
Економисти истичу четири чиниоца, која битно утичу на одлуку улагача, да купе неку хартију: 1) сигурност улагања, под којом се подразумева сигурност повраћаја уложеног новца; 2) ликвидност, под којом се подразумева могућност брзе и лаке препродаје купљене хартије по пристојној цени; 3) подела ризика, што значи поседовање више различитих врста хартија више емитената у портфељу улагача, како би се спречило да, услед пропасти једног емитента, пропадну сва улагања; 4) могућност раста, под којом се подразумева могућност пораста цене купљене хартије и тиме остваривања капиталне добити њеном каснијом скупљом продајом, што је најчешће везано за акције. Вид. Чосић Бранислав, Јоргић Бранислав, Пујић Драган, Берза хартија од вредности и берзанско пословање, Београд, 1991, с. 18.

сазивање скупштине, на проверу рада органа и директора, на позивање на одговорност чланова управе, на контролу пословања, на иступање из друштва и др.).⁶⁾ За разлику од тога, заштита улагача се пружа у трговинским уговорима (значи, ван компаније) у вези вредносних папира (укључујући и акције) и то по тржишним прописима о заштити од злоупотреба у пословању вредносним папирима. Уживаоци те заштите су лица која због своје нестручности, слабе имовинске моћи или неискуства нису у стању да сама ефикасно штите своје интересе у односу на друге учеснике, нарочито професионалце. Често се мањина акционара одн. чланова у компанији и заштићени улагачи на тржишту поклапају, јер се ради о маси ситних и финансијама неподучених штедиша, који куповином хартија на тржишту улажу своју уштеђевину у компаније, уместо да је депонују код банака, постајући акционари (чланови) компанија уместо штедише код банака. Ипак, честа су и одступања, јер у гласачкој мањини у органима друштва може да остане и велики акционар (члан), који тада ужива право на "заштиту мањине", иако не ужива заштиту као улагач на тржишту (нпр. инвестициони фонд, холдинг друштво, директор), јер се не сматра заштићеним улагачем.

СУЖАВАЊЕ ПОЈМА – Из општег појама улагача, како год да је схваћен, по свом обухвату (први купац; сваки купац; непрофесионални саговорник професионалца), у одређеном националном праву, заштитни прописи увек искључују одређена лица, којим заштита није потребна или би била непримерена. Искључења могу да буду општа, јер су примењена у свим националним правима, и посебна, која постоје само у неким правима.

Општих искључења има два. Прво се односи на трговце, без обзира да ли су професионални или непрофесионални. Они немају намеру улагања (инвестирања) у емитентов добитни подухват, већ препродајну (шпекулативну) намеру. Трговцем се сматра свако лице које купује или продаје вредносне папире мотивисано стицањем добити на разлици у цени (маржа, капитална добит). Краће речено, то је свако лице које у трговини учествује са препродајном намером, без жеље да задржи купљене хартије код себе, како би од њихових емитената убирало приходе. Ако се још бави купопродајом хартија или пружањем услуга у вези са њом у виду регистрованог занимања одн. делатности, онда се сматра професионалним трговцем. Врста трговине коју трговац обавља није значајна, јер се ни један не сматра улагачем (и кад је купац хартија), те није ни заштићен.⁷⁾ У пракси је понекад тешко да се улагач разликује од трговца, нарочито ако није професионалац, јер је тешко да се утврди да ли у одређени посао улази са намером улагања или препродаје. Овај проблем се у законодавству решава успостављањем претпоставке инвестиционе намере, ако купац држи хартије одређено време, пре него што их препрода.⁸⁾ Таквих претпоставки у нашем праву нема, што може да изазове непотребне спорове у пракси, кад се развије трговина вредносним папирима.

6. Закон о предузећима "Сл. л. СРЈ, 29/96", чл. 251, 252, 256, 279 и др.

Друго опште искључење се односи на институционалне улагаче, као што су инвестициони фондови и холдинг друштва, тако да се штите само лични улагачи. Инвестициони фонд је привредно друштво (никако физичко или друго правно лице), чија је стална и основна делатност улагање капитала, који су јој сакупили чланови (акционари), у куповину туђих хартија од вредности. Остварену добит дели међу својим члановима. Најзначајније врсте инвестиционих фондова су пензијски фондови и осигуравајућа друштва, поред општих фондова (отворених и затворених).⁹⁾ Холдинг друштво је привредно друштво (обично акционарско), које држи довољан удео у капиталу једног или више потчињених друштава (зависних друштава, ћерки), који му омогућава одлучујући утицај на њихово управљање и пословање. Док је главни циљ инвестиционог фонда наплата сигурних прихода од еми-

7. Трговац може да буде покровитељски, препродајни и услужни. Покровитељски трговац (покровитељ, преузималац) је лице које се емитенту обавезује, уз накнаду (провизију), да настоји да у емисији трећим лицима прода хартије или се обавезује да му их откупи ако их трећа лица не купе, како би емисија успела. Препродајни трговац (препродавац, дилер) је лице које купује хартије од једних да би их скупило продало другим лицима. Услужни трговац (брокер) је свако лице које се професионално бави пружањем услуга другим лицима у вези са трговином вредносним папирима. Те услуге могу да буду заступничке, комисионе, посредничке, саветничке (тзв. инвестициони саветник) и управљачке (тзв. управљач портфеља). Вид. Закон о вредносницима САД, чл. 2/11 (даље: СА); Закон о издавању и промету вредносним папирима Хрватске из 1995, чл. 26 (даље: ЗХТВ); Нацрт, чл. 83; Закон о тргу вредносних папирјев Словеније из 1999, чл. 73, ст. 2 (даље: ЗСЛО); Закон о увођењу вредносних папира на тржиште, инвестиционим услугама и ефектним берзама Мађарске из 1996, чл. 3, ст. 2 (даље: ЗМАЂ); Steinberg Mark, "Understanding Securities Law", Mathew & Bender, 1996, p. 119 – 122, 368; Morse Geoffrey, "Company Law", Sweet & Maxwell, London, 1995, p. 143, 144; Pennington R., *op. cit.*, p. 68.
8. У праву САД је тај рок две године од дана куповине у емисији. Након тога је слободан да их препрода, без испуњавања формалности прописаних за продају у емисији (предаја проспекта купцу и сл.). У супротном се сматра препродавцем. Ван емисије препродаја хартија је слободна (В. Steinberg M., *op. cit.*, p. 126, 127). Британско право одређује да постоји препродајна намера код купца, док супротно не докаже: 1) ако је на било који начин огласио да продаје емитентове хартије пре истека рока од шест месеци пошто их је купио, или 2) ако купљене хартије још није отплатио емитенту, у време кад их је понудио на продају трећем лицу (В. Закон о финансијским услугама Британије, чл. 160).
9. Због значаја делатности инвестиционих фондова, упоредно право их детаљно уређује, и то углавном посебним законима (нпр. САД, Русија, Чешка, Словачка, Хрватска, Словенија) или посебним одељцима у општим законима о пословању вредносним папирима (нпр. Британија, Мађарска, Бугарска). Наше право не уређује инвестиционе фондове, иако их помиње као врсту берзанских посредника. То је велика празнина у овој правној области код нас. Закон о берзама наше земље из 1994. "Сл. л. СРЈ, 90/94" помиње "инвестиционе фондове" (чл. 3, ст. 1). Изузетно, осигуравајућа друштва и пензијски фондови, као врсте институционалних улагача, код нас су уређени посебним законима (Закон о осигурању имовине и лица, Закон о основама пензијског и инвалидског осигурања, Закон о пензијском и инвалидском осигурању Србије). Нацрт помиње инвестиционе фондове (чл. 15, 83), али их ни он не уређује. То је препуштено посебном закону, чији је нацрт израдила посебна стручна група савезне владе септембра 2000. г., назвавши га "Закон о инвестиционим фондовима".

тента, главни циљ холдинг друштва је управљање (владање, потчињавање) других друштава. Институционални улагачи не уживају посебну заштиту, јер се професионално баве улагањем капитала, те се сматра да тржиште добро познају. Осим тога, имају велику имовинску моћ која их чини способним да изрже велике ризике, те им заштита није потребна. Насупрот институционалним улагачима, лични (приватни) улагач је лице, пре свега физичко, које улаже свој капитал (пре свега, уштеђевину) ради куповине вредносних папира. Могуће је да лични улагач буде и компанија, ако јој основна делатност није пословање вредносним папирима.¹⁰⁾ Како се не баве професионално улагањем капитала, не сматрају се искусним улагачима, те им законодавство пружа појачану заштиту у односу на професионалце. Осим тога, полажај и пословање институционалних улагача су детаљно уређени, због бројних могућности њихових злоупотреба. Економски гледано, институционални улагачи имају већи значај него лични у земљама са развијеним тржиштем вредносница, јер су њихова улагања у хартије укупно вреднија.¹¹⁾

У сређеним законодавствима земаља богате традиције пословања хартијама од вредности појачану заштиту не уживају ни сви лични улагачи. У њима се заводе посебна, додатна, искључења из општег појма улагача, чиме се још више сужава појам заштићеног улагача. Разлози таквих искључења могу да буду стручност и умешност личног улагача у пословању вредносним папирима или његово богатство. Ако је неко лице стручно за пословање вредносним папирима, не ужива посебну заштиту предвиђену за нестручне улагаче.¹²⁾ Стручним улагачем (енг. *sophisticated investor*, фр. *investisseur qualifié*) се, пре свега, сматра професионалац у пословању вредносним папирима (тј. трговац), макар да је у одређеном послу заиста улагач, јер има инвестициону намеру при куповини хартија неког емитента. Осим њега, стручним се сматра и друго лице које има стручно знање и искуство у вези са вредносним папирима, а довољно је имућно да поднесе ризик могућног губитка због лошег улагања. Пошто је стручност (знање и искуство) објективно тешко проверљива чињеница, законодавства дефинишу само стручне улагаче, док су остали нестручни. При томе различита права на различите начине дефинишу стручне улагаче.¹³⁾

10. Правила пословног понашања, које је донела комисија за инвестиције и вредносне папире Британије 1995, разликују приватног (личног) улагача од "пословног (у ствари, професионалног) улагача". Приватни улагач је појединац, који се не бави инвестиционим пословањем, као и мали пословни улагач. Малим пословним улагачем се сматра компанија, која не испуњава услове да се сматра великим пословним улагачем. Појединац се не сматра приватним улагачем, ако се за њега оправдано може да верује да је велики пословни улагач. О пословном улагачу (великом и малом) вид. у поднаслову "Проширивање појама" (ауторова напомена).
11. Pennington R, op. cit., p. 7.
12. Ова подела улагача је посебно значајна за уређивање јавне емисије. Емисија само професионалним улагачима не мора да се обави јавно, нити им је потребно давање проспекта. Осим тога, у јавној емисији професионалци не уживају појачану заштиту надзорне власти, као што је уживају нестручни улагачи. У нашем праву она нема практичан правни значај, јер је не познаје.

Германска и романска права, због правне сигурности, предвиђају да су стручни улагачи само институционални улагачи, јер је то у пракси најчешће случај (нпр. берзанске куће, банке, инвестициона друштва, холдинг друштва, велике компаније).¹⁴⁾ Енглеско право примењује објективну дефиницију. По њој је битно да се “зналац” бави купопродајом, управљањем или саветовањем у вези са вредносним папирима, као својом редовном делатношћу.¹⁵⁾ Због тога и појединац, који у виду занимања послује хартијама, јесте стручни улагач, те не ужива заштиту. Америчко право прихвата субјективну дефиницију. Оно одређује да је професионални улагач свако лице, за кога је емитент, пре него што је са њим закључио уговор о продаји вредносних папира, оправдано веровао да оно само или са својим заступником, има такво знање и искуство у пословању хартијама, да је способно да процени користи и ризик свог могућег улагања. Најзад, романска права, поред опште дефиниције, набрајају, у виду посебне листе, професионалне улагаче (нпр. француско, шпанско, италијанско, холандско, али и аустралијско). На њих стављају, примера ради, брокерско-дилерске куће, осигуравајућа друштва, јавноправна лица, пензијске фондове, овлашћене банке и инвестициона друштва (фондове). У свим правима се професионалним и то институционалним улагачем сматрају држава, њене територијалне јединице, јавне установе и други јавноправни субјекти, као и међународне организације.¹⁶⁾

Ако је неко лице лични улагач, неук за пословање хартијама, у неким правима ипак не ужива аутоматски, по сили закона, појачану правну заштиту на финансијском тржишту. За то је потребно и да је слабијег имовинског стања, тако да сам не може или му се не исплати (према величини улагања) да плаћа високе трошкове стручне правне заштите (нпр. да плати инвестиционог саветника, професионалног заступника). Тиме се још више сужава појам заштићеног улагача, који се своди само на личног, неугог и малог (ситног улагача). Упоредно право различито одређује која је граница “сиромаштва” до које званична надзорна власт пружа заштиту улагачима. Рецимо, право САД небориво претпоставља да је стручни улагач не само институционални улагач, већ и богати појединац, макар да је неук. Такав појединац се духовито назива “дебелом мачком” (*fat cat*). Дебела мачка је појединац, чија нето имовина у време куповине хартије вреди више од \$1.000.000 (рачунајући и вредност његове куће), као и онај чији доходак прелази \$200.000 (или \$300.000 заједно са супружниковим дохотком) у свакој од последње две године пре куповине, под условом да разумно планира толики доходак и у текућој години.¹⁷⁾ Сматра се да је дебела мачка имовински способна да себи плати инвестиционог саветника, ради заштите својих интереса у пословању хартијама од вредности. Због тога јој

13. Wood Philip., "International Bonds, Loans and Securities Regulation", London, 1995, p. 287, 288.
14. Merle Phillipe., "Droit commercial, Societes de commerce", 6. ed, Dalloz, Paris, 1998, p. 259. Тако је и у ЗМАЂ (чл. 57, ст. 1/а).
15. Закон о финансијским услугама Британије, Одељак 11А, чл. 3 (а).
16. Нпр. Закон о финансијским услугама Британије, Одељак 11А, чл. 3(ф).
17. Правило 501 Прописа Д Комисије за вредноснице и берзе САД.

није потребна бесплатна заштита комисије. У Британији, тзв. Правила пословног понашања Власти за финансијске услуге, која је тамо надлежна званична власт, разликују обичног (енг. *ordinary business investor*) и малог пословног улагача, према величини њиховог капитала. Обичан (у ствари, велики) пословни улагач је: 1) влада, орган локалне власти или други орган јавне власти; 2) компанија са више од 20 чланова и отплаћеним капиталом од најмање 500.000 фунти; 3) компанија са уплаћеним капиталом од најмање 5.000.000 фунти, иако има мање од 20 чланова. Такав улагач не ужива појачану заштиту званичне надзорне власти на финансијском тржишту, иако није стручан за пословање вредносним папирима, јер се не бави том делатношћу као основном. Остала лица се сматрају малим пословним улагачима, под условом да им основна делатност није пословање вредносним папирима.

ПРОШИРИВАЊЕ ПОЈМА – Нека права су далеко отишла у изједначавању физичких и правних лица на финансијском тржишту. То је случај са британским правом, које допушта могућност да и *правно лице* ужива појачану заштиту надзорне власти. У њему, поред физичких лица, који су лични, неуки и ситни улагачи, појачана заштита се пружа и тзв. малим пословним улагачима. Њима се сматрају компаније или ортаклуци, који су мање величине него што је прописана, да би се неко лице сматрало обичним пословним улагачем. Тиме заштићени улагач постаје и неуко, мало правно лице, које повремено улаже свој капитал на финансијском тржишту. Пружањем заштите малом пословном улагачу проширује се појам заштићеног улагача. Наше право не познаје малог пословног улагача, као ни већина других права.

ЗАКЉУЧАК – Наше право познаје институт улагача у вредносне папире, називајући га инвеститором, али га не дефинише, нити уређује. Тиме ствара још једну међу бројним празнинама у правном уређивању финансијског тржишта. Правно одређивање појма улагача уопште и заштићеног улагача посебно, веома је значајно, јер се тиме правно одређује субјект заштите "потрошачког права" на тржишту вредносних папира, аналогно потрошачу на робном тржишту. Тек са јасним одређивањем субјекта заштите, може да се крене у детаљно и јасно уређивање осталих питања заштите улагача, као што су заштитни органи (нпр. комисија, комесар, влада, министарство и др.), њихова права и дужности у заштити, средства, начини, мере и поступак заштите. У супротном, пословној, управној и судској пракси остаје да сама уреди питање субјекта заштите, кроз бројне несугласице, поступке и парнице, уз велике трошкове. Због тога би ваљало да се у Нацрту закона о тржишту хартија од вредности, чије се усвајање у Скупштини ускоро планира, на погодном месту (нпр. на почетку главе "Заштита инвеститора"), јасно дефинише заштићени улагач, одговарајућом одредбом. При томе би требало да се води рачуна да се заштита пружи само оним лицима којим је стварно потребна, по угледу на постојећа решења развијених права у области пословања вредносницама.