

*Проф. др Дара Миленовић
Правни факултет, Ниш*

Заштита инвеститора према Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената

Резиме

У нашем праву прихваћено је начело обавезне јавне трговине на организованом тржишту. Послове са хартијама од вредности на овом тржишту обављају посредници (брокерско-дилерска друштва – основни посредник и овлашћене банке) који су за обављање тих делатности добили дозволу Комисије.

Један од основних задатака брокерско-дилерског друштва јесте да максимално заштити интересе неких, сијних инвеститора. Оно настоји да закључи за своје клијенте уговоре под најповољнијим условима. С обзиром на информације које поседује, брокерско-дилерско друштво може усмераваати капитал у продуктивне инвестиционе подухвате и на тај начин омогућити инвеститору остваривање добити.

Кључне речи: *трговина хартијама од вредности, организовано тржиште, брокерско-дилерско друштво, инвеститор.*

Уводне напомене

Финансијско тржиште је конкретни простор на коме се, у одређено време и под тачно утврђеним правилима, сусрећу понуда и тражња и формира цена финансијске активе.¹⁾ На њему се креира финансијска актива, као скуп потраживања

1. Економска и пословна енциклопедија, Београд, 1994. год., стр. 1636.

поверилаца – инвеститора изражених у облику финансијских инструмената, према емитентима тих инструмената, дужницима за које скуп тих инструмената представља финансијску пасиву. Једном речју, финансијско тржиште повезује два основна економска сектора – власнике штедње и кориснике штедње.²⁾

За разлику од тржишта роба, на финансијском тржишту тргује се финансијским инструментима. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената³⁾ из 2006. године (у даљем тексту: ЗТХВ) примењује се на следеће финансијске инструменте: 1) хартије од вредности; 2) стандаризоване деривате (у даљем тексту: финансијски деривати); 3) друге финансијске инструменте којима се тргује у складу са правилима пословања организатора тржишта на која сагласност даје Комисија.⁴⁾

Финансијско тржиште је само део укупног тржишта, али са одређеним специфичностима. Те специфичности су последица његове основне карактеристике – то је тржиште финансијске активе. Финансијску активу чине финансијски инструменти којима се тргује на финансијском тржишту. Њихова вредност се изражава као тренутна, садашња вредност будућих новчаних токова на које даје право њихово поседовање. Куповину финансијских инструмената купац (инвеститор) врши да би стекао неки принос у будућности. На пример, куповину акција инвеститор врши да би стекао одређени принос у будућности (дивиденду, капиталну добит).

Код куповине финансијских инструмената изражен је проблем временске компоненте у том смислу што садашња вредност предмета трансакције обично не подразумева трајност, јер зависи од ризика које будући подухват предузет куповином предмета трансакције носи са собом. Иначе, финансијско тржиште, а посебно берзанско тржиште, карактерише несигурност трансакција, јер су кретања новчаних токова на њему често непредвидљива и изненадна, тако да процене финансијских стручњака о расту или паду цена одређених финансијских инструмената треба узети са резервом. Није занемарљив ни психолошки феномен инвеститора (инвестициона атмосфера на тржишту) који може да утиче на инвеститора.

Један од основних циљева финансијског тржишта, а посебно тржишта серијских хартија од вредности, јесте да инвеститору омогући зарађивање приноса на финансијска средства, која може уложити у различите облике инвестирања (нпр., куповину серијских хартија од вредности). Инвеститор на финансијском тржишту мора имати осећај сигурности у погледу постојања услова за релативно једноставну и брзу промену облика финансијске активе, уз одговарајућу правну сигурност у погледу закључења уговора о купопродаји и његову реализацију. То је могуће постићи само адекватним регулисањем токова на финансијском тржишту. Ваља

2. Васиљевић, Б., Појам и обележја финансијских тржишта, стр. 713, Зборник радова са специјалистичких студија на Правном факултету у Београду (у даљем тексту: АБА), Правни факултет Универзитета у Бгд.

3. "Сл. гласник РС", бр. 46/06.

4. ЗТХВ, чл. 4.

истаћи да циљ регулације тржишта није да утиче на токове капитала и новца, него да обезбеди њихово одвијање под једнаким условима за све учеснике.

Савременим тржиштем сматра се оно тржиште на коме су сви његови учесници, укључујући и инвеститоре, у потпуности информисани о природи и вредности финансијских инструмената којима се на тржишту тргује. Приликом регулисања токова на тржишту капитала треба посебно водити рачуна о информисаности инвеститора.⁵⁾ Инвеститори морају имати потребне информације о предмету трансакције и другој уговорној страни како би донели реалну одлуку у погледу улагања средстава. Неинформисаност или погрешне информације имају за последицу не-реалну процену приноса и ризика одређеног улагања. На основу таквих информација, односно недостатка потребних информација, донета одлука производи за инвеститора губитке или остварење приноса који значајно одступа од очекиваног. То је нарочито карактеристично за акције, код којих је квалитет и обим информација посебно значајан за реалну процену њеног ризика и приноса. Због тога јавна трговина акцијама подразумева и потпуну информациону отвореност јавног (отвореног акционарског) друштва.

Поводом заштите инвеститора могу се анализирати бројна питања. У овом чланку анализа ће бити ограничена на питања која се односе на: организовано тржиште хартија од вредности, инвеститоре и правила Закон о тржишту хартија од вредности којима се регулише поступање посредника приликом пружања услуга клијентима (налогодавцима, инвеститорима).

1. Организовано тржиште

Организовано тржиште је тржиште хартија од вредности и других финансијских инструмената које је доступно јавности и на коме се по унапред прописаним правилима тргује хартијама од вредности и другим финансијским инструментима, а које организује организатор тржишта и над којим надзор врши Комисија.⁶⁾

Хартијама од вредности може да се тргује на организованом тржишту само уколико је емитент,⁷⁾ у складу са Законом о тржишту хартија од вредности, од Комисије добио одобрење за издавање (емисију) хартија од вредности, односно за укључење хартија од вредности на организовано тржиште (ЗТХВ, чл. 10. ст. 5). Цела јавна трговина хартијама од вредности одвија се на организованом тржишту. Наш Закон о тржишту хартијама од вредности установио је начело јединствене трговине за акције. У складу са тим, овај Закон изричито забрањује да се акцијама, којима се тргује на једном организованом тржишту у Републици (нпр., на тржишту одређене берзе), тргује на другом организованом тржишту (нпр., на ванберзан-

5. Weatherhill, S., The Role of the Informed Consumer in European Community Law and Policy, у Consumer Law Journal 1994/2, стр. 49.

6. ЗТХВ, чл. 10. ст. 1.

7. Наш ЗТХВ емисију назива "издавање хартија", а емитента "издаваоцем".

ском тржишту) у Републици.⁸⁾ Начело јединствене трговине не важи за дужничке (облигационе) хартије од вредности.

С обзиром на то да ли је у питању емисија хартија од вредности коју емитент врши по основу своје јавне продаје њиховим првим имаоцима, или препродаја емитованих хартија, која се врши на основу јавне понуде коју дају њихови постојећи имаоци (продавци, препродавци) својим купцима,⁹⁾ разликују се две врсте тржишта хартија од вредности – примарно и секундарно тржиште. У Закону о тржишту хартија од вредности не говори се о примарној и секундарној продаји, већ о примарној и секундарној јавној понуди хартија од вредности¹⁰⁾ – што је неисправно. Понуда хартија је само почетни акт у њиховој продаји. Да би дошло до закључења уговора о куповини или продаји хартија неопходно је да постоји и прихват понуде. Даље, овим Законом се емисија назива "издавање хартија", а препродаја "трговина хартијама" (чл. 1. ст. 1. т. 1 и 2.).

На примарном тржишту емитент продаје хартије од вредности првим имаоцима. Ово тржиште је емисионо тржиште, на коме корисници капитала – емитенти емитију хартије од вредности, најчешће преко специјализованих институција, а ређе директно (непосредно), инвеститорима (улагачима капитала). Емитовањем хартија прикупља се капитал за потребе привредних субјеката (оснивање, проширивање делатности привредних субјеката) и државе (емитенти). Примарно тржиште карактерише веома велика вредност трансакција, али и веома висок степен ризика. Због тога је структура овог тржишта и начин његовог функционисања специфичан. Одговарајућим законима (Закон о трговини хартијама од вредности и Закон о привредним друштвима) предвиђено је испуњење прописаних услова, који могу да се тичу емитента, саме понуде и понуђених хартија од вредности, и поштовање законом прописаног поступка.

Законом уређени поступак емисије, с једне стране, треба да допринесе да емитент истинито и потпуно обавести инвеститоре (улагаче) о свим чињеницама у вези са емисијом, које су релевантне за доношење адекватне одлуке о куповини понуђених хартија, док, с друге стране, треба да спречи преварне радње свих учесника емисије¹¹⁾ (а посебно емитента и трговца), које се често врше на штету инвеститора (купца).

За штету проузроковану објављивањем нетачних, односно непотпуних података у проспекту за емисију хартија од вредности, скраћеном поступку и у сваком другом облику јавног оглашавања у вези са емисијом и трговином хартијама од вредности одговара емитент. Солидарно са емитентом одговарају ревизор, преу-

8. ЗТХВ, чл. 51. ст. 3.

9. Јовановић, Н., Емисија (издавање) серијских хартија од вредности, у Зборнику радова АБА, Правни факултет, Београд, 2006. год, стр. 662.

10. ЗТХВ, чл. 6.

11. У емисији учествује више субјеката који имају различите улоге у примарној продаји – од емитента, преко преузимаоца емисије (велетрговца) и препродаваца (трговца на мало), до инвеститора (купца).

зималац емисије, трговац и сва друга лица која су учествовала у припреми проспекта за емисију хартија од вредности и скраћеног проспекта, као његови помагачи, ако су знала, односно због природе посла који обављају морала знати да су подаци нетачни, односно непотпуни. Комисија не одговара за истинитост и потпуност података наведених у проспекту за издавање хартија од вредности и скраћеном поступку.¹²⁾

Да би инвеститор могао да донесе рационалну инвестициону одлуку, али и да би се заштитио од могућих манипулација, на примарном тржишту делује низ институција за процену ризика инвестирања, а само примарно тржиште је под непосредном контролом државних органа, оличених у разним облицима регулаторних органа.

На секундарном тржишту постојећи ималац хартија од вредности, који није емитент (издавалац), продаје их стицаоцу. То значи да се за разлику од примарног тржишта, на коме се хартије од вредности емитују, на секундарном тржишту њима тргује. Или, на секундарном тржишту хартије од вредности се препродају. Ово тржиште обезбеђује власницима хартија од вредности да се понашају у складу са тржишним кретањима. Тако, уместо да држе хартије од вредности до њихове доспелости (нпр., код улагања у обвезнице, као дужничке хартије), или да буду трајни инвеститори у отвореним акционарским друштвима, без могућности дезинвестирања у случају повећаног ризика, власници хартија их могу претворити у готов новац, уколико секундарно тржиште обезбеђује ликвидност и ствара услове за формирање објективне тржишне цене.

Заштита инвеститора на секундарном тржишту биће предмет наше пажње у посебном одељку.

Према степену организованости и формализованости, организовано тржиште се дели на берзе и ванберзанска тржишта.

Берзанско тржиште је оно на коме се одвија трговина хартијама од вредности и другим финансијским инструментима који су примљени на листинг берзе и којима се тргује у складу са правилима која прописује берза.

Послове трговине хартијама од вредности на берзи обављају чланови берзе. Чланови берзе су брокерско-дилерска друштва (овлашћена друштва) и овлашћене банке. Само изузетно, хартијама од вредности на берзи могу трговати Република и Народна банка Србије.¹³⁾

На берзанском тржишту може се трговати само хартијама од вредности које су примљене на листинг берзе. То значи да се на берзи хартије купују, продају или, евентуално, размењују. Берза јавно објављује на својој интернет страници и у најмање једном дневном листу који се дистрибуира на целој територији Републике листу емитената и врсту хартија од вредности и других финансијских инструмената за које је донела решење о пријему на листинг берзе, у року од два дана од дана доношења решења.¹⁴⁾ Само изузетно, дужничким хартијама од вредности које

12. ЗТХВ, чл. 27. ст. 6, 7. и 8.

13. ЗТХВ, чл. 96. ст. 1, 2. и 3.

емитују Република и Народна банка Србије, може се трговати на берзанском тржишту без посебних услова које утврђује берза за друге емитенте хартија од вредности.¹⁵⁾

Организовањем трговине хартијама од вредности, берза настоји да реализује циљеве који су пред њом постављени и који су вишеструки: 1) обезбеђује услове за поштену и равноправну јавну трговину серијским хартијама од вредности у складу са начелом транспарентности; 2) унапређује сигурност, ефикасност и економичност трговања и извршавања насталих обавеза, чиме доприноси стварању ликвидног тржишта; 3) као организатор тржишта на коме се врши аукцијска продаја, она доприноси формирању објективне тржишне цене. Остваривањем наведених циљева, берза доприноси развоју примарног тржишта. Сигурна, ефикасна и економична берзанска трговина доприноси развоју компанија за који ће капитал бити прибављен из нове емисије хартија од вредности.

Ванберзанско тржиште је тржиште на коме се обавља трговина хартијама од вредности којима се тргује у складу са правилима које прописује организатор ванберзанског тржишта.¹⁶⁾

На организованом ванберзанском тржишту могу да тргују само његови чланови, а трећа лица само преко чланова (као и на берзи). Учесници ванберзанског тржишта могу да буду сва лица – правна и физичка, у свакој законом допуштеној улози (емитент, трговац, инвеститор). Трговци хартијама могу да се баве ванберзанском трговином као делатношћу само ако су за њу регистровани код Комисије.

С обзиром на организованост, ванберзанско тржиште може бити организовано и неорганизовано.

Трговина хартијама од вредности обавља се искључиво на организованом тржишту у Републици, које обухвата берзанско и ванберзанско тржиште, ако Законом о тржишту хартија од вредности није друкчије одређено.¹⁷⁾ Овим Законом предвиђени су изузеци од наведеног правила у прописаним случајевима.¹⁸⁾

Организовано ванберзанско тржиште постоји у случају кад посебна организација (удружење трговаца) организује трговину хартијама од вредности које нису примљене у котацију ниједне берзе, према њеним унапред предвиђеним правилима. Купопродаја хартија од вредности на овом тржишту не врши се аукцијски – што је карактеристично за берзанску трговину, већ непосредно, споразумом уговорних страна о битним елементима уговора (врста, број и цена хартија које су предмет уговора). То значи да је трговање на овом тржишту једноставније, а самим тим јефтиније. Поред тога, на ванберзанском тржишту могу се вршити сва правна располагања хартијама од вредности (купопродаја, размена хартија, покла-

14. ЗТХВ, чл. 101. ст. 1. и 4.

15. ЗХТВ, чл. 102.

16. ЗТХВ, чл. 10. ст. 4.

17. ЗТХВ, чл. 52. ст. 2.

18. ЗТХВ, чл. 62.

њање, залагање хартија, давање на плодуживање, управљање или чување хартија).

Поред значајних предности које има ванберзанско тржиште у односу на берзанско, оно има и одређене недостатке: најчешће је неорганизовано, а самим тим стихијско, без аукције и без потребних и тачних информација о емитенту, односно продавцу.

С обзиром на начин на који се одвија, ванберзанска трговина може бити јавна и приватна.

На организованом (берзанском и ванберзанском) тржишту одвија се јавна трговина хартијама од вредности. Нашим Законом о тржишту хартија од вредности установљено је начело обавезне јавне трговине на организованом тржишту, а самим тим и законски монопол професионалних трговаца (брокерско-дилерских друштва – тзв. овлашћених друштва и овлашћених банки). Основни разлог за установљење овог начела јесте неопходност заштите непрофесионалних, неуких, ситних инвеститора. Поред тога, истиче се да је на организованом тржишту задатак посредника да олакшају и убрзају процес трговања.

Приватна трговина хартијама од вредности одвија се без јавног оглашавања, стихијски и на неорганизованом ванберзанском тржишту. На овом тржишту затворена привредна друштва продају своје хартије. Имајући у виду решења предвиђена Законом о тржишту хартија од вредности, а нарочито установљено начело обавезне јавне трговине, можемо констатовати да је у нашем праву организовано тржиште неоправдано проширено на рачун приватног тржишта. У упоредном праву, у земљама са развијеним финансијским тржиштима (САД, Енглеска, Немачка итд.), не установљава се обавеза јавне трговине хартијама од вредности на организованим тржиштима. У овим земљама се, с обзиром на предности које има ванберзанско тржиште, уређује организовано ванберзанско тржиште. Поједина ванберзанска тржишта су, током свог развоја, достигла такав ниво пословања по коме их је тешко разликовати од берзи. У пракси, конкуренција са берзанским тржиштима формира све већи број мешовитих облика.

2. Инвеститори (улагачи)

Инвеститор (улагач) је лице које купује хартије од вредности и друге финансијске инструменте на финансијском тржишту.¹⁹⁾ Он предузима радњу улагања капитала у одређени привредни или финансијски подухват у намери да га обртом увећа. За инвеститора улагање у хартије од вредности представља могућност истовременог остваривања високог приноса уз минимализацију ризика. У том смислу он врши улагање у хартије од вредности да би: 1) стицао приход који емитент буде плаћао (дивиденда) и тако повратио уложени капитал у већем обиму; 2)

19. ЗТХВ, чл. 2. ст. 1. т. 9.

да би увећао цене купљених хартија и остварио капитални добитак. Капитални добитак је разлика између куповне и продајне цене хартија од вредности.

Инвеститоров мотив стицања капиталног добитка није одлучујући. У том смислу и уговор о куповини акција трговачког друштва може бити потрошачки уговор под претпоставком да куповина акција није стална предузетничка делатност или пословна активност купца.²⁰⁾ Ако је стицање капиталног добитка главни мотив инвеститоров, он је препродавац (нпр., брокерско-дилерско друштво).

С обзиром на делатност коју обављају, стручност и искуство за трговину хартијама од вредности и финансијску снагу која им омогућава да поднесу ризик могућег губитка због лошег улагања, инвеститори се деле на професионалне (стручне) инвеститоре и оне остале, неуке, нестручне, инвеститоре (лаике, аматере). У упоредном праву у новије време разлика између професионалних инвеститора и неких инвеститора се све више губи. Уместо израза "професионални" инвеститор све се чешће користи израз "квалификовани" инвеститор ("qualified investors").²¹⁾

Квалификовани инвеститор је правно или физичко лице које испуњава одређене услове, као што су, на пример, величина портфеља (0, 5 милиона евра), учесталост обављања трансакција на тржишту, стручна знања о трансакцијама на тржишту хартија од вредности.²²⁾

Према нашем позитивном праву, професионални инвеститор је правно лице које, због врсте своје делатности, може да процени значај будуће инвестиције у хартије од вредности или друге финансијске деривате.²³⁾ То значи да се према нашем Закону о тржишту хартија од вредности професионалним инвеститором сматра само правно лице. Професионални инвеститор је, дакле, поистовећен са институционалним инвеститором. Законом су одређени професионални инвеститори.²⁴⁾ Овим Законом није предвиђено да се професионалним инвеститорима сматрају држава, домаћа и страна, њене институције (нпр., Народна банка Србије) и политичко-територијалне јединице. С обзиром на статус који наведени субјекти имају на финансијском тржишту (економски најјачи и најповлашћенији), они, сасвим природно и логично, имају статус професионалних инвеститора. У том смислу они би требало да се нађу на списку професионалних улагача и у Закону о тржишту хартија од вредности.

У нашој правној теорији постоји схватање, сасвим логично и прихватљиво, да је поистовећивањем професионалних инвеститора са институционалним улагачима у нашем праву сужен појам професионалног улагача. То није добро, јер се тиме проширује појам неуроког инвеститора, који ужива појачану заштиту на тржишту.

20. Баретић, М., Непоштене одредбе у потрошачким уговорима с посебним освртом на уговоре банака и осигуравајућих друштава, Народне новине, Загреб, 2003. год., стр. 63.

21. В. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of November 2003. on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJL 345/64, 31. 12. 2003.

22. В. члан 21. Смјернице о маркетингу финансијских услуга на даљину из 2002. године.

23. ЗТХВ, чл. 2. ст. 1. т. 10.

24. ЗТХВ, чл. 11.

Тако се појачана заштита пружа и лицима која не би требало да је уживају (нпр., пребогата физичка лица).²⁵⁾

Положај неуких улагача (аматера, лаика) на тржишту хартија од вредности може се у одређеној мери поистоветити са положајем потрошача који улаже свој новац у банку, као депонент. И један и други желе да оплоде новац који улажу – један кроз камату на депозите која је минимална, али чија је исплата извесна, а други кроз дивиденду која је већа, али чија је исплата неизвесна. Међутим, чињеница је да се улагач који инвестира свој новац у акције емитента излаже већем ризику зараде, али и губитка, за разлику од депозитара који са великом сигурношћу може рачунати на малу камату и чији је улог још и осигуран до одређене висине.²⁶⁾ Инвестирање које се врши куповином хартија од вредности и других финансијских инструмената на финансијском тржишту карактерише висок степен ризика, па је због тога то претежно тржиште професионалних инвеститора. Њихову делатност карактерише сложеност и осетљивост. Правилима Закона о тржишту хартија од вредности извршено је ублажавање строгости услова, а самим тим и трошкова емисије²⁷⁾ или трговања одређеним хартијама од вредности. На пример, одредбама члана 62. ст. 1. т. 3. Закона предвиђено је, да дужничким хартијама може се трговати ван организованог тржишта, ако се понуда за куповину, односно продају врши без јавног оглашавања и ако су уговорне стране професионални инвеститори.

У улози крајњег купца или продавца на финансијском тржишту могу се појавити сва физичка и правна лица. Тим лицима је неопходно обезбедити осећај сигурности у смислу обезбеђења услова за релативно једноставну и брзу продају, односно куповину хартија од вредности и других финансијских инструмената, уз правну сигурност у закључивању и извршавању уговора о купопродаји. То је нарочито важно за неуке инвеститоре. Они имају потребу појачане заштите посебним мерама надзорног органа, у односу на професионалне учеснике у трговини хартијама. Смерницом о инвестиционим услугама (ISD) из 2004. године²⁸⁾ установљена су правила поступања која брокерско-дилерска друштва (овлашћена друштва) морају поштовати приликом пружања услуга инвеститорима. С обзиром на то да се стално указивало на потребу појачане заштите неуких, ситних, инвеститора, а самим тим и на потребу подвајања режима за професионалне инвеститоре, то се, по први пут, у Смерници о инвестиционим услугама из 2004. године установљава разлика у поступању брокерско-дилерског друштва према клијенту (налогодавцу,

25. Јовановић, Н., Емисија (издавање) серијских хартија од вредности, у Зборнику АБА, Правни факултет у Београду, 2006., стр. 670.

26. Чулиновић-Херц, Е., Заштита потрошача и заштита улагача на хрватском тржишту; у Зборнику радова "Заштита потрошача и улагача у европском и хрватском праву – изазови међународног тржишта роба и капитала, Правни факултет Свеучилишта у Ријеци, 2005, стр. 238 и 239. "

27. ЗТХВ, чл. 54.

28. Directive 2002/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21. April 2004: on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC/04/546.

инвеститору) уопште и професионалном клијенту²⁹⁾, с тим да су у Смерници дати прецизни елементи разграничења.

3. Посредници

Према нашем Закону о тржишту хартија од вредности, послове са хартијама од вредности на организованом тржишту обављају брокерско-дилерско друштво (овлашћена друштва)³⁰⁾ и овлашћене банке³¹⁾ (посредници), који су за обављање тих делатности добили дозволу коју даје Комисија за хартије од вредности.

Основни задатак посредника јесте: 1) да олакшају и убрзају поступак трговања хартијама од вредности на примарном и секундарном тржишту; 2) да приликом обављања своје делатности поштују начело транспарентности; 3) да максимално заштите интересе инвеститора, а посебно интересе неуких, ситних, инвеститора. Посредник настоји да закључи за своје клијенте уговоре под најповољнијим условима. С обзиром на информације које поседује³²⁾, посредник може усмеравати капитал у продуктивне инвестиционе подухвате и на тај начин омогућити инвеститору остварење добити.

Према нашем Закону о тржишту хартија од вредности основни посредник у пословима са хартијама од вредности на организованом тржишту јесте брокерско-дилерско друштво (овлашћено друштво).

Одредбе Закона о тржишту хартија од вредности³³⁾ о делатности овлашћеног друштва, условима и дозволи за обављање ове делатности, достави података, правилима сигурног и доброг пословања, извештавању, надзору и престанку обављања делатности, које су овим Законом прописане за брокерско-дилерско друштво, сходно се примењују и на овлашћену банку.

4. Брокерско-дилерско друштво

Предмет наше пажње биће правила поступања која брокерско-дилерско друштво треба да примењује приликом пружања услуга инвеститорима (клијентима, налогодавцима).

4.1. Начела сигурног и доброг пословања

Прво, брокерско-дилерско друштво (овлашћено друштво) је дужно да у свом пословању поштује начело равноправности клијената.

29. Смерница о инвестиционим услугама из 2004, чл. 4, ст. 10 и 11.

30. ЗТХВ, чланови 123-175.

31. ЗТХВ, чланови 176-179.

32. Посредник, на основу података које поседује, може веома прецизно разликовати хартије са великим ризиком и сразмерно ниским приносом од оних које имају прихватљив однос ризика и приноса.

33. ЗТХВ, чл. 179.

Друго, Смерницом о инвестиционим услугама³⁴⁾ установљава се начело поштеног и професионалног поступања у најбољем интересу клијента, не само приликом пружања услуга већ и приликом њиховог рекламирања. Сматрамо да ово правило важи и у нашем праву, јер пажња доброг стручњака одговара највећем стандарду пажње који треба примењивати у облигационим односима.³⁵⁾ Закон о тржишту хартија од вредности прописује, да у обављању својих послова, брокерско-дилерско друштво је дужно да се руководи искључиво интересима клијента, водећи посебно рачуна о најповољнијој цени и најбољем извршиоцу налога.³⁶⁾

Приликом регулисања начина извршавања налога, Смерницом је изричито предвиђено, да овлашћено друштво треба да их извршава под условима који су за клијента најповољнији, при чему се узима у обзир цена, трошкови, брзина, обим и врста трансакција. Од држава чланица се тражи да успоставе тзв. политику извршавања налога, како би се постигао најбољи резултат (максимално заштитили интереси клијента). Смерницом нису предвиђена само општа, регулаторна начела (први ниво) већ је предвиђено да прописима другог нивоа, који треба да буду донети, буде регулисано питање вредновања различитих критеријума који ће се узимати у обзир приликом процене да ли је неко овлашћено друштво извршило налог на најпогоднији начин.³⁷⁾

Ако примљени налог извршава друго друштво – у својству агента, прво друштво остаје у потпуности одговорно (одговара као да је оно извршило налог), при чему ангажовано (друго) друштво мора истаћи да извршава налог клијента у својству агента.³⁸⁾ Нашим Законом о тржишту хартија од вредности није предвиђена могућност извршавања налога клијента путем другог друштва – агента. Законом је предвиђено да, само изузетно, овлашћено друштво може уговором да овласти друго правно лице да у својим пословним просторијама, у име и за рачун овлашћеног друштва, прима налоге клијента брокерско-дилерског друштва, с тим да то правно лице није издавалац хартија од вредности за које се дају ти налози.³⁹⁾

У циљу потпуније заштите неуких инвеститора, Смерницом⁴⁰⁾ је предвиђено, да када друштво саветује клијента о улагању у хартије од вредности или управља његовим портфељом у име и за рачун налогодавца, оно треба да се упозна са његовом финансијском ситуацијом и да утврди клијентове циљеве улагања како би препоручило облике инвестирања прилагођене потребама инвеститора. Нашим Законом о тржишту хартија од вредности питање заштите инвеститора решено је начелно и важи за све клијенте (инвеститоре). Према том правилу, писмени уговор (*forma ad solemnitatem*), који овлашћено друштво закључи са клијентом, оба-

34. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 19.

35. Закон о облигационим односима, чл. 18.

36. ЗТХВ, чл. 161. ст. 2.

37. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 21.

38. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 23. ст. 2.

39. ЗТХВ, чл. 164. ст. 2.

40. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 19. ст. 4.

везно садржи одредбу о томе да је саставни део уговора изјава клијента да су му пре закључења уговора била доступна правила пословања и да је упознат са њиховим садржајем, односно да је упознат са правилником о тарифи брокерско-дилерског друштва, као и изјаву клијента о његовом предзнању и искуству у обављању послова у вези са хартијама од вредности и другим финансијским инструментима на финансијском тржишту.⁴¹⁾ На основу изјаве клијента о његовом предзнању и искуству, овлашћено друштво саставља изјаву о упозорењу на могуће ризике који могу проистећи из трговине одређеним хартијама од вредности.⁴²⁾

Смерницом је предвиђено да посебан положај имају налози који се извршавају путем тзв. *eligible counterparties*.⁴³⁾ То су, осим брокерско-дилерских друштава, банке, осигуравајућа друштва, инвестициони фондови, као и друштва за управљање пензионим и инвестиционим фондовима (професионални инвеститори). Према професионалним инвеститорима овлашћено друштво нема обавезе које има према неуким, ситним, инвеститорима (нпр., претходно информисање о профилу клијента, процена његове финансијске ситуације, инвестиционих циљева итд.) зато што се сматра да то није потребно, с обзиром на њихов статус и делатност. Међутим, и овим (професионалним) инвеститорима даје се могућност да траже од овлашћених друштава да их третирају као и све остале (неуке, ситне) клијенте (инвеститоре), али и обрнуто. Неуки инвеститори (клијенти) могу да се одрекну те заштите, под одређеним условима и у посебном поступку. Наш Закон не садржи одредбу сличног садржаја.

С обзиром да је у обављању својих послова овлашћено друштво дужно да се руководи искључиво интересима клијента, то оно не може своје интересе стављати испред интереса клијента. Законом⁴⁴⁾ је предвиђена обавеза друштва да клијента упозна са могућим сукобом његовог интереса са интересима тог друштва, односно интересима других клијената брокерско-дилерског друштва. Овлашћено друштво дужно је да пословање организује тако да се могући сукоби интереса клијента, брокерско-дилерског друштва и запослених у том друштву ограниче на најмању могућу меру.

Брокерско-дилерско друштво не може обављати послове са хартијама од вредности који би угрозили сигурност и стабилност организованог тржишта, а нарочито не може: давати инвеститорима погрешне информације о цени хартија од вредности; ширити лажне информације ради промене цена хартија од вредности, располагати хартијама од вредности које су у власништву клијента без његове писмене сагласности итд.⁴⁵⁾

41. ЗТХВ, чл. 163. ст. 1. и 2.

42. ЗТХВ, чл. 163. ст. 3.

43. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 24.

44. ЗТХВ, чл. 162.

45. ЗТХВ, чл. 161. ст. 6.

Према Закону о тржишту хартија од вредности⁴⁶⁾ брокерско-дилерско друштво обавља делатност на организованом тржишту у складу са овим законом. За разлику од нашег Закона, Смерницом о инвестиционим услугама⁴⁷⁾ предвиђена је могућност извршавања налога и изван организованог тржишта (тзв. нетранспарентно трговање). За такво трговање морају претходно бити испуњени одређени услови: 1) овлашћено друштво мора о томе посебно информисати клијента; 2) добити његов изричит пристанак.

Треће, брокерско-дилерско друштво приликом обављања делатности мора поштовати начело транспарентности. То значи да ово друштво може оглашавати понуде за обављање послова са хартијама од вредности применом класичних средстава информисања или путем "јавно приступачних електронских медија" (нпр., интернет страница овлашћеног друштва). Према нашем Закону о тржишту хартија од вредности,⁴⁸⁾ јавна понуда хартија од вредности је јавни позив упућен неодређеном броју непознатих лица да изврше упис и уплату хартија од вредности у поступку примарне јавне продаје или да купе хартије од вредности у секундарној јавној продаји. Јавна понуда хартија од вредности може се спровести само у складу са одребама овог Закона. Ништаво је свако стицање хартија од вредности издавањем на основу понуде путем огласа, рекламе, писма, телефонског позива или другом радњом којом се куповина хартија од вредности одређеног друштва чини доступном већем броју унапред неодређених лица, а која није учињена у складу са овим Законом.⁴⁹⁾

Ради очувања сигурности и стабилности организованог тржишта наш Закон о тржишту хартија од вредности је установио забрану манипулације. Забрањено је стварати неистиниту слику о организованом тржишту. Лица која учествују у манипулацији солидарно одговарају за штету. Сви учесници на организованом тржишту, и то: организатор тржишта, брокерско-дилерска друштва, банке које обављају кастоди услуге, овлашћене банке и Централни регистар, дужни су да одмах обавесте Комисију о могућим, односно уоченим манипулацијама на тржишту.⁵⁰⁾

Смерницом је предвиђена обавеза овлашћеног друштва да мора информисати своје клијенте о самом друштву, о услугама које друштво пружа, о хартијама од вредности и стратегији улагања у хартије од вредности које друштво предлаже, о модалитету извршења трансакција, о трошковима и провизији које друштво зарачунава.⁵¹⁾ Наш Закон о тржишту хартија од вредности не садржи одредбу са сличном садржином. Према нашем Закону, брокерско-дилерско друштво је дужно да у просторијама у којима обавља рад са странкама омогући увид у правила пословања и правилник о тарифи.⁵²⁾ Може се констатовати да је у питању једна штура

46. ЗТХВ, чл. 123. ст. 1.

47. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 21.

48. ЗТХВ, чл. 8.

49. ЗТХВ, чл. 25. ст. 6.

50. ЗТХВ, чл. 117.

51. Смерница о инвестиционим услугама, чл. 19.

одредба, која не дефинише обавезу налогопримца (овлашћеног друштва) на адекватан начин.

Општа обавеза налогопримца (па и брокерско-дилерског друштва) је да пропише опште услове пословања (општи услови уговора о налогу). Када је у питању садржај општих услова пословања, чини се да је Законом то питање препуштено вољи овлашћеног друштва. Сматрамо да би овлашћено друштво морало својим општим условима регулисати међусобна права и обавезе друштва према инвеститору, као и опис ризика повезаних са обављањем појединих послова са хартијама од вредности. Овакав садржај општих услова пословања био би од користи инвеститорима (клијентима), а посебно неуким инвеститорима. Нашим Законом није предвиђена обавеза објављивања општих услова пословања, већ се само тражи да су они били доступни клијенту пре закључења уговора и да је упознат са правилником о тарифи брокерско-дилерског друштва.⁵³⁾ То значи да наш Закон дозвољава да општи услови пословања буду само истакнути, заједно са правилником о тарифи, у пословном простору друштва – на видном и доступном месту.

Четврто, Законом је установљено начело чувања пословне тајне. Запослени и чланови управе овлашћеног друштва дужни су да, као пословну тајну, чувају податке о клијентима (налогодавцима), о стању и промету на рачунима хартија од вредности, клијента тог друштва (налогодавца), о пословима које обављају за налогодавца, као и друге податке за које сазнају у обављању послова са хартијама од вредности за налогодавца и не смеју их саопштавати трећим лицима, користити их или трећим лицима омогућити да их користе. Само изузетно, наведени подаци могу се саопштавати и ставити на увид трећим лицима у Законом прописаним случајевима и то: 1) на основу писменог одобрења клијента (налогодавца); 2) приликом надзора законитости пословања, које врши овлашћено лице Комисије; 3) на основу налога суда, односно другог надлежног државног органа.⁵⁴⁾

4. 2. Заштита налогодавчевих средстава

Брокерско-дилерско друштво је дужно да код овлашћене банке, односно банке – члана Централног регистра или код Централног регистра отвори новчани рачун клијента и свој новчани рачун.⁵⁵⁾ Пошто се средства клијента држе на отвореном рачуну, то се она могу користити за куповину хартија од вредности само на основу налога клијента. Средства остварена продајом клијентових хартија од вредности могу се дозначити искључиво у корист рачуна клијента (налогодавца).

С обзиром да средства на новчаном рачуну клијента (налогодавца) нису власништво брокерско-дилерског друштва, и не улазе у његову имовину, то се она не могу укључити у ликвидациону или стечајну масу, нити користити за плаћање обавеза брокерско-дилерског друштва према трећим лицима. Правила о новчаном

52. ЗТХВ, чл. 161. ст. 3.

53. ЗТХВ, чл. 163. ст. 2.

54. ЗТХВ, чл. 161. ст. 4. и 5.

55. ЗТХВ, чл. 167.

рачуну брокерско-дилерског друштва и клијента (налогодавца) усмерена су првенствено ради заштите интереса клијента (налогодавца, инвеститора) у погледу новчаних средстава која је дозначио брокерско-дилерском друштву.

Dara Milenović, Ph. D.
Professor at the Faculty of Law, Niš

INVESTORS PROTECTION ACCORDING TO THE SECURITIES MARKET ACT

S u m m a r y

Our law accepts the rule of obligatory public trade on organized market. The securities transactions at this market are carried out by the intermediaries (broker-dealers associations – the basic intermediary, and the banks) which, to perform these activities, have the permission of the Commission.

On of the basic tasks of broker-dealers association is to give the maximum protection to the interests of uneducated, miniature investors. It tries to make the contracts for its clients under the best circumstances. Because of all informations it posses, the broker-dealers association can direct the capital towards the productive projects, on which way it enables the investor to gain profit.

Key words: *Securities Trade, Organized Market, Broker-Dealers Association, Investor.*