

**Др Предраг Дедић**  
**доцент, Београдска банкарска академија,**  
**Универзитет Унион, Београд**

## **Инвестициони саветници: поглед из угла америчке регулативе**

### **Резиме**

Аутор је у раду дао приказ основне регулативе која уређује правни положај инвестиционих саветника у Сједињеним Америчким Државама (САД). На појединим местима указао је на решења садржана у нашем праву. Истицао је дуалистичку постојећу норму: федералних прописа и норми на нивоу државе чланице. Увод у средишњу материју даје јасне елементе за дефинисање инвестиционих саветника, односно чиниоце који омогућавају да лице буде изузето или искључено из дефиниције. Аутор при том указује на специфичну садржину инвестиционог савета, предмета на који се он односи, као и на обим одговорности за савет који резултира пословним неуспехом. Посебно су разматрани услови за регистрацију инвестиционих саветника (услови за регистравање и одржање лиценце, као и разлози за поништај или престајанак). Такође даћа су правила која се односе на представнике инвестиционих саветника. По том је аутор изложио бројна правила чија је улога да спрече и казне различите облике неетичног понашања инвестиционих саветника (неетични искази, пропуст да се изнесу важне чињенице, довођење клијента у заблуду и сл.). Указано је и на правила понашања која обавезују инвестиционе саветнике, а која су настала као одговор на пословне изазове у вези могућности коришћења интернета за проширење круга клијента (електронска пошта, причаонице и сл.). На крају аутор закључује да је детаљно регулисање инвестиционих саветника и њихове активности на тржишту капиталла,

један од услова ефикасног привлачења средстава од најшире инвестиционе јавности, посебно када је реч о неразвијеним тржиштима капитала.

**Кључне речи:** тржишта капитала, инвестициони саветници, неетично половање.

## 1. Увод

Инвестициони саветници имају значајно место и улогу на тржишту капитала у САД. О томе, између осталог, говоре и бројна правна правила која им је посветио законодавац, како на федералном, тако и на нивоу појединачних држава. Савети ових професионалних учесника на тржишту капитала, усмеравају бројне трансакције продаје и куповине ефеката. Зато је веома важно да се тим послом баве само лица која професионално обављају ту делатност, и која испуњавају одређене прописане услове. Испуњеност тих услова и адекватна континуирана контрола од стране надлежних органа, претпоставка су веће правне сигурности за општу инвестициону јавност, у смислу вишег претпостављеног квалитета њихових инструкција, као и законитости и етичности у поступању. Од њиховог рада у значајној мери зависи стабилност и ефикасност функционисања финансијског тржишта, а у сваком конкретном случају саветованих лица, стање на њиховом рачуну, које директно утиче на њихово поверење и интерес да инвестирају у хартије од вредности. Из тог и сличних разлога законодавац је детаљно уредио бројна питања која се тичу инвестиционих саветника и на тај начин уложио максималан напор да заштити превасходно круг нестручних улагача. Учинио је то како законима на федералном нивоу (енгл. *Investment Advisers Act of 1940*; *National Securities Markets Improvement Act of 1996*), тако и на нивоу појединачних држава (енгл. *Uniform Securities Act*).

Основни циљ којем се тежи у овом раду је да се прикажу базична правила којима се уређује материја инвестиционог саветовања. Конкретно то захтева да се пође од дефиниције инвестиционог саветника, уз навођење услова за изузеће или искључење из дефиниције. Потом да се прикажу основна правила која се тичу процеса регистрације инвестиционих саветника и представника инвестиционих саветника, укључујући и она која се односе на одржавање лиценце, али и њено губљење (поништај, суспензија и сл.). Када се дође до карактеристика лица које је овлашћено да на тржишту капитала наступа као инвестициони саветник, онда се даљи задатак анализе своди на процену опасности од евентуалних злоупотреба у пословању тог лица и напор да се јасно разграничи допуштено понашање од недопуштеног. У том смислу у раду су дата нека од основних правила те врсте за која смо проценили да су значајна. Коначно на крају рада извели смо одређене закључке, примењујући регулаторно искуство најјачег светског тржишта капитала, на нашу садашњост и пројектовану будућност.

## 2. Појам инвестиционог саветника и његова регистрација

Смисао прецизног одређења лица које се може сврстати у категорију инвестиционог саветника, из угла законодавца је превасходно важно ради наметања обавезе регистрације. Лице које намерава да се бави том делатношћу је у обавези да буде регистровано (ако потпада под дефиницију, а није изузето од регистрације), а уколико то не учини потпада под удар правних норми. У америчком правном систему, када су у питању инвестициони саветници, можемо говорити о дуалитету федералних и норми на нивоу појединачне државе, којима се одређује шта се подразумева под "инвестиционим саветником". Гледано из угла регулативе на нивоу појединачне државе дефиниција инвестиционог саветника би обухватила на првом месту лица која за накнаду, директно или индиректно саветују друге по питањима која се тичу вредности хартија од вредности (ефеката), односно да ли их купити или продати.<sup>1)</sup> Елементи саме дефиниције захтевају одговор на неколико кључних питања. Прво је која лица (правна или физичка) могу да се региструју као инвестициони саветници. Затим која лица су по закону искључена из дефиниције. Примера ради искључени су представници инвестиционог саветника (саветници запослени код инвестиционог саветника, његови партнери директори и сл.), затим адвокати, рачуновође, банке, брокерско-дилерска друштва (кад не примају посебну накнаду за ту услугу<sup>2)</sup>), специјализовани часописи под условом да не пружају конкретне инвестиционе савете, и др. Претпоставка је да ова лица инвестиционе савете дају ретко и то као допуну својој основној делатности и при том не наплаћују накнаду која би се односила искључиво на конкретан инвестициони савет.

Треба имати у виду и чињеницу да лица која се на основу федералне регулативе сматрају инвестиционим саветницима, и као таква се региструју код Комисије за хартије од вредности (енгл. *SEC*), не морају додатно да се региструју и код надлежног органа појединачне државе. Овакво решење од нас тражи да утврдимо која лица се сматрају инвестиционим саветницима федералног нивоа. Реч је о лицима која управљају портфолијом клијената укупне вредности од двадесет пет милиона долара или више, као и они који саветују искључиво регистроване инвестиционе компаније (енгл. *registered investment companies*<sup>3)</sup>).

Такође треба имати у виду да су одређена лица, која би била обухваћена дефиницијом инвестиционог саветника, ипак изузета од обавезе регистрација. Реч је о

1. Видети пуну дефиницију у материјалима за припрему за испит Серија 65 за инвестиционог саветника, Series #65 Registered Investment Adviser Study Program, Legal Guidelines Chapter 4, стр. 2. Видети и дефиницију засновану на Закону о финансијским услугама Уједињеног Краљевства из 1986. код Јовановић Н. (2001) Емисија вредносних папира-правна разматрања, ПС ГРМЕЧ, Београд, стр. 73.
2. У нашем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената ("Сл. Гласник РС", бр. 47/2006) члан 124, став 1. тачка 7. као делатност брокерско-дилерског друштва предвиђа послове инвестиционог саветника.
3. Видети о инвестиционим друштвима Васиљевић М (2004), Пословно право, Удружење правника у привреди СЦГ, Београд, стр. 305.

лицима која испуњавају кумулативно два услова, а то су да немају седиште у конкретној држави и да послују само са одређеним, у закону именованим лицима (другим инвестиционим саветницима, банкама, брокерско-дилерским друштвима, друштвима за осигурање и сл.). Уз то ни лице које нема седиште у конкретној држави и нема више од 5 клијената у периоду од 12 месеци, такође нема обавезу регистрације код надлежног органа те државе као инвестициони саветник.

Када говоримо о предмету ка коме је усмерен савет, онда можемо рећи да прописи САД прецизирају јасно на које хартије од вредности се односи инвестициони савет, односно одређују које су искључене (на пример полисе осигурања).

За легалан рад у конкретној држави потребна је регистрација (или изузеће) код надлежног органа. Као инвестициони саветник може се регистровати правно и физичко лице. Такође мора да испуни одређене захтеве предвиђене прописима (на пример захтев који се односи на минимални новчани улог, обавезу оглашавања оснивања и сл.). Лица која раде код инвестиционог саветника, или су партнери, директори, друга лица која саветују у смислу горе назначене дефиниције (овде не спадају лица која се баве административним и сл. пословима код инвестиционог саветника) називају се представницима инвестиционог саветника и она су у обавези да буду регистрована у конкретној држави (без обзира да ли раде за федералног инвестиционог саветника<sup>4</sup>). Представници инвестиционог саветника, да би били регистровани морају да испуне одређене услове (на пример да имају положен одговарајући испит<sup>5</sup>).

По питању одржања једном издате лиценце, треба имати у виду однос инвестиционог саветника и надлежног управног органа. Надлежни орган, може да пропише начин вођења књиговодства, облике информисања клијената и друге обавезне активности које инвестициони саветник мора да испоштује уколико жели да одржи своју лиценцу. Такође тај орган може да одузме дозволу за рад уколико пронађе да инвестициони саветник не послује у складу са законом и из других прописима предвиђених разлога.

### 3. Облици недопуштеног понашања

Прописи предвиђају бројне и прецизно одређене облике понашања инвестиционих саветника, који нису допуштени. Тако јасно одређени, они судовима омогућавају лакши рад. Одсуство детаљне регулативе код нас, неразвијено тржиште и недостатак пословне, судске и арбитражне праксе, указује на потенцијалне тешкоће и неизвештан исход спорова. Указаћемо на овом месту, на неколико типичних облика недопуштеног понашања, који су адекватно санкционисани.

4. Материјали за припрему за испит Серија 65 за инвестиционог саветника, Series #65 Registered Investment Adviser Study Program, Legal Guidelines Chapter 4, стр. 13.

5. Код нас је обука и испит за стицање звања инвестиционог саветника уређена Правилником о стицању звања за обављање послова брокера, инвестиционог саветника и портфолио менаџера, који је донела Комисија за хартије од вредности.

Основна интенција законодавца који уводи ред у област инвестиционог саветовања, је да забрани сваку активност инвестиционог саветника која је преварног карактера. Такође и ону која би на било који начин могла да доведе у заблуду друга лица. Недопуштено је за инвестиционог саветника и да реализује пословну трансакцију без претходног одобрења клијента, као и да се упусти у било какве нечасне радње и односе. У том смислу законодавац је у Једнообразном закону о хартијама од вредности (енгл. *Uniform Securities Act*) дао широку лепезу понашања које је у својој основи противно етици, односно начелу савесности и поштења и самим тим потпада под удар правних норми. Примера ради свака изјава инвестиционог саветника која би била нетачна или би саветованог доводила у заблуду није допуштена. Конкретно то значи да није допуштено износити нетачне податке о емитенту хартија од вредности, тврдње да регистровање хартије од вредности код Комисија за хартије од вредности значи да она стоји иза њеног квалитета, нетачно приказивање сопствене провизије и сл. Такође закон строго санкционише ситуацију у којој инвестициони саветник пропусти да изнесе клијенту чињенице од значаја за доношење инвестиционе одлуке. Посебно је то недопуштено у ситуацији када злонамерно врши селекцију информација, или прикрије чињеницу да је одређени извештај припремило друго лице а не он и сл.

Саветовање клијената на основу инсајдерских информација такође спада у недопуштено понашање. Савет заснован на основу "говоркања" у инвестиционој јавности такође не спада у категорију допуштеног. Такође забрањено је саветовање посредством слања електронске поште на велики број адреса, или учешћем у причаоницама и форумима на интернету.

Под удар прописа пада и сваки инвестициони саветник који свој савет не базира и на конкретној финансијској ситуацији клијента, његовим потребама и циљевима, као и када му детаљно не предочи ризик којем се излаже.

Није допуштено да инвестициони саветник позајмљује новац од клијента, као ни обрнуто изнад прописаног, као ни да располаже његовим средствима без одобрења клијента.

## Закључак

Инвестициони саветници чине веома битне учеснике на тржишту капитала у САД. Неспорно је да бројна правила која уређују њихово оснивање и пословање доприносе правној сигурности и квалитету њиховог рада. Такво стање доприноси заштити најшире инвестиционе јавности и подстицај за улагање у хартије од вредности. На тај начин се активира најефикаснији инструмент финансирања привреде. Детаљно уређење бројних питања и ситуација, посебно у области недопуштених облика понашања инвестиционих саветника, отклања недоумице и омогућава извеснију процену резултата евентуалног спора. Професионални и непрофесионални инвеститори, правни саветници, судије и арбитри, имају снажан ослонац у тим правилима. Очигледно је да из регулативе и праксе најразвијенијег финансиј-

---

ског тржишта на свету има шта да се научи и примени и да је неопходно то и учинити. Обрнута ситуација доноси супротан ефекат и крајњу неизвесност. Простор створен услед неразвијености тржишта капитала, слабе правне и институционалне инфраструктуре, одсуства пословне, судске и арбитражне праксе, неопходно је испунити детаљном регулативом, да би се избегло непотребно и скупо лутање и промашаји.

**Predrag Dedeic, Ph.D**  
**Assistant Professor at the Belgrade**  
**Banking Academy, Union University, Belgrade**

## **INVESTMENT ADVISERS: THE VIEW FROM THE POINT OF USA LEGISLATION**

### **Summary**

*In this article the author has presented the rules for investment advisers which could be found in USA legislation. When it was appropriate he has made reference to Serbian law. He gives us definition of investment adviser (including exemptions and exclusions) and investment advisers representatives. Also registration requirements at Federal and State level, standards for investment advisers as well as reasons for revocation of registration. He has analysed situations that are considered to be unethical business practices, such as misleading or untrue statements, failure to state important facts, making recommendations based on material inside information or hearsay etc.*

*Also author presented issues arising from the use of Internet by investment advisers and investment advisers representatives (internet advertising, E-Mail, "Chat" rooms). At the end concluded that detailed and proper regulation of investment advisers activities is of utmost importance even more in countries with weak capital market than in the developed.*

**Key words:** *securities markets, investment adviser, unethical business practice.*