

Prof. dr. sc. Edita Čulinović Herc

Pravni fakultet u Rijeci

ZAŠTITA ULAGATELJA U UGOVORIMA S BROKERSKIM DRUŠTVIMA - NOVA EUROPSKA SMJERNICA O TRŽIŠTIMA FINANCIJSKIH INSTRUMENTATA I HRVATSKO PRAVO

U radu se obrađuje zaštita ulagatelja pri korištenju usluga brokerskih društava. Prethodno se ističu obilježja modernog tržišta financijskih usluga: poput postupnog nestajanja razlika između bankarskih i brokerskih usluga, delokalizacija financijskih usluga pri ulaganju u vrijednosne papire, te posebice u europskom kontekstu mogućnost da brokerska društva biraju najpovoljniji regulatorni režim. Ispituju se različiti aspekti zaštite ulagatelja, kao temeljnog načela tržišta vrijednosnih papira. Kod ulaganja u vrijednosne papire dioničkih društava uočavaju se tri dimenzije zaštite: kroz propise prava društava, kroz propise kojima se nalaže objelodanjivanje podataka o društvu čijim se dionicama trguje na burzi kao i kroz propise u kojima se uređuje postupanje brokerskih društava prilikom pružanja usluga klijentima. Zatim se razmatraju problemi s kojima se susreću (individualni) ulagatelji kada koriste usluge brokerskih društava, kao što su: problem usporedivosti podataka, složenosti financijske usluga, problem brzog izmjenjivanja informacije zbog volatilnosti transakcija i sl. Zatim se daje pregled izvora europskog prava koji su relevantni za ovu materiju, posebice Smjernica o tržištu financijskih instrumenata iz 2004. godine, Smjernica o marketingu financijskih usluga na daljinu iz 2002 i Smjernica kompenzacijskim shemama za ulagatelje iz 1997. U kontekstu hrvatskog prava ispituje se u kojoj mjeri se na individualne ulagatelje na tržištu vrijednosnih papira mogu primjenjivati odredbe potrošačkog zaštitnog zakonodavstva. Sustavno se izlaže zaštita ulagatelja prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira kod poslova temeljem naloga, te se istodobno uspoređuje sa (novom) Smjernicom iz 2004. Iznose se i najčešće povrede propisa o zaštiti ulagatelja učinjene od strane brokerskih društava koje je sankcionirane od strane Komisije za vrijednosne papire. Na kraju se daje opća ocjena normativnog nivoa zaštite ulagatelja pri sklapanju ugovora s brokerskim društvima u hrvatskom pravu i prijedlozi za njezino poboljšanje posebno imajući u vidu izvore europskog prava.

1. UVOD

Tradicionalna podjela dijeli financijsko tržište na tržište novca i na tržište kapitala. Najšire gledano tržište novca obuhvaća tražbine koje dospijevaju unutar godine dana, dogovorno tržište kratkoročnih kredita i međubankovno tržište novca.¹ Tržište kapitala ili tzv. tržište dugoročnih vrijednosnih papira označava onaj segment financijskog tržišta na kojima su dominantni

¹ ORSAG, S. *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb 1997, str. 7 i dalje.

instrumenti dionice i obveznice. Ta podjela razmatra dalje i rizičnost ulaganja na različitim segmentima tržišta. Tako se uobičajeno smatra da je ulaganje novca u banke manje rizično, ali i manje profitabilno, dok je ulaganje na vrijednosne papire rizičnije, ali i isplativije. Kao rezultat te diobe neka se nacionalna tržišta smatraju bankocentričnima, dok se kod drugih uočava orijentacija na tržište vrijednosnih papira (market oriented).² U tim zemljama govori se o postojanju tzv. *equity* kulture.

Međutim ova se tradicionalna podjela iz dana u dan se sve više gubi. Koncept univerzalnog bankarstva u kojem banke postaju aktivni sudionici tržišta vrijednosnih papira kao i činjenica da se neprekidno razvija i mijenja struktura usluga brokerskih društava iziskuju sasvim novu evaluaciju subjekata i njihovih financijskih proizvoda.³ Prema nekim autorima, jedan od razloga je i taj što polako nestaju funkcionalne granice između različitih vrsta financijskih institucija.⁴ Suvremeno tržište vrijednosnih papira obilježava sloboda pristupa na tržište širem krugu sudionika. Primjećuje se povećanje trgovanja financijskim derivatima što uvjetuje sve veću složenost financijskih usluge i slijedom toga pojavu sofisticiranih klijenata.⁵ Isto tako pojava elektroničkog trgovanja smanjuje ulogu posrednika te povećava broj tzv. *principal to principal* transakcija.

Postupni gubitak granica između različitih financijskih usluga otvorio je nove mogućnosti zarade za brokerska društva, ali je isto tako povećao tržišno natjecanje i doveo do pojave novih strateških rizika. Svojevrsno prestrojavanje u domeni usluga koje pružaju brokerska društva uočljivo je i iz promjene strukture njihovih prihoda. Tradicionalni izvor prihoda, posrednička provizija, biva u razmjeru sve manje zastupljena, dok se zarada društva sve više generira trgovanjem u vlastito ime (*own portfolio trading*), ili iz poslova upravljanja imovinom, odnosno investicijskog bankarstva.⁶ U tom novom okruženju sudionici tržišta moraju redefinirati svoje uloge kako bi opstali.

² LA PORTA / LOPEZ DE SILANES / SCHLEIFER / VISHY, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. Fin. Econ. (2000) str.3.

³ Tako se u literaturi ističe da se suvremeno investicijsko bankarstvo i globalno trgovanje vrijednosnim papirima u potpunosti približavaju. Vidi LARGE, A. *Financial Markets and World Economic Growth: perspectives Towards the 21st century*, izlaganje na 19. sjednici IOSCO-a 19.10. 1994., citirano prema: PICCIOTTO / HAINES *Regulating Global Financial Markets* (1999) *Journal of Law and Society*, str. 93. Cit: «*These firms no longer respect the traditional boundaries between banking, securities and insurance. They are in the risk management business pure and simple, they operate on a large scale and on truly global basis.*»

⁴ COAKLEY, J. *Trends in Financial Services and Influences on the Approach to Regulation*, u: MC CRUDDEN, C. *Regulation and Deregulation; Policy and Practice in the Utilities and Financial Services Industry*, 1999, str. 343-344.

⁵ Poblize o tome WELCH, J. *The Sophisticated Investor and ISD*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str.101-114.

⁶ Umjesto svih vidi ILMONEN, K. *Structural Implications of Upgrading the Investment Services Directive*, *International and Comparative Corporate Law Quarterly*, Vol.4 2002, str. 134, 141, posebno bilješke 12, 34. i 35.

U europskom okruženju izdavatelji vrijednosnih papira i brokerska društva, mogu zahvaljujući propisima europskog prava birati najpovoljniji regulatorni režim (*to shop around*). Slično je i u pogledu izdavatelja vrijednosnih papira. Kako bi im se omogućilo prikupljanje kapitala na paneuropskoj osnovi prospekti povodom javne ponude vrijednosnih papira postaju podobni za prekograničnu cirkulaciju. Stari sustav parcijalnog i kompleksnog priznavanja prospekata između država članicama, danas je zamijenjen tzv. *single passport* prospektom.⁷ Isti *single licence princip* vrijedi i za brokerska društva koja temeljem licence koju im daje domaće nadležno tijelo mogu pružati usluge na paneuropskog osnovi.⁸

Naše financijsko tržište je izrazito bankovno orijentirano, a obzirom da je usvojen koncept tzv. univerzalnog bankarstva, banke su jednako kao i brokerska društva sudionici na tržištu kapitala. Ulaganje u dionice, odnosno u druge vrijednosne papire izdavatelja na tržištu vrijednosnih papira tek je u začetku. Taj se oblik ulaganja nedavno pokušao potaknuti uvođenjem obveze prisilnog uvrštavanja tzv. javnih dioničkih društava na burze, kako bi proširio spektar ulaganja investicijskih odnosno mirovinskih fondova. Ipak dominantan oblik ulaganja ostaje ulaganje u banke.

2. ZAŠTITA ULAGATELJA KAO TEMELJNI REGULATORNI CILJ TRŽIŠTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Misao vodilja modernog tržišta kapitala je zaštita ulagatelja odnosno zaštita investitora. Postoje raznolike dimenzije te zaštite, ako imamo u vidu ulagatelja koji ulaže u vrijednosne papire dioničkog društva. «Unutarnji oblik» te zaštite predviđen je propisima prava društava. Kao prvo, činjenicom da postaje dioničar, ulagatelj stječe i članska prava koja mu pripadaju iz dionica (ili obveznica društva).⁹

⁷ O ostalim tendencijama, osim «single passport» koncepta u europskom pravu kojim se regulira tržište kapitala vidi kod: HOPT, K.J. *Europäisches Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick*, u: Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrecht, Mohr Siebeck 2000, str.324-327.

⁸ WYMEERSCH, E. *Corporate Governance After Investment Services Directive*, Part 1, (1996) 3 European Financial Services Law str. 99. O «single licence» načelu vidi još : EGAN/LOCKETT/RUSHBROOKE EC *Financial Services Regulation*, Wiley 1994. chapter 15, (2),

⁹ Umjesto svih o pravima iz dionice vidi BARBIĆ, J. *Pojam i obilježja dioničkog društva*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 50 (3) 267-308 (2000), posebice t.3 a) b) c) ili isti autor, *Pravo društava, Knjiga druga – Društva kapitala*, Zagreb 2000, posebno str. 279-316.

Na hrvatskom tržištu vrijednosnih papira propisi o zaštiti ulagatelja sadržani su prvenstveno u Zakonu o tržištu vrijednosnih papira¹⁰ (dalje: ZTVP) ali i u drugim zakonima.¹¹ Međutim, fokus te zaštite je usmjeren na ulagatelje onih dioničkih društava čije su dionice uvrštene na burzi ili na uređenom javnom tržištu, bilo da je to uvrštenje dobrovoljno ili je rezultat zakonske prisile.¹² Kao rezultat toga ti izdavatelji vrijednosnih papira moraju javnosti podastirati različite podatke putem kojih se ulagateljska javnost, informira o raznim aspektima njihova poslovanja, kao i o promjenama u njihovoj korporativnoj strukturi. Ta društva moraju većom učestalošću od drugih društava objavljivati svoja financijska izvješća, te također promptno objavljivati cjenovno osjetljive informacije, kako bi se spriječio *insider trading*. Također, ako prikupljaju kapital putem tzv. javne ponude vrijednosnih papira ili povodom uvrštenja na burzu moraju izraditi prospekt – u kojem će se nalaziti najveći broj podataka o tom dioničkom društvu financijske i nefinancijske naravi (*financial disclosure; non-financial disclosure*).¹³ U pravu kojim se uređuje tržište vrijednosnih papira smatra da objelodanjivanje podataka (*disclosure*) ide ruku pod ruku s transparentnošću (*transparency*) te da obje kategorije predstavljaju jedan od fundamenata na kojima se zasniva dobro uređeno tržište vrijednosnih papira.¹⁴

Važan segment zaštite ulagatelja sadržan je i u propisima koji se primjenjuju u odnosima između ulagatelja i brokerskih društava kada ulagatelji koriste njihove usluge. Ti su propisi ujedno i predmet ovog rada. Oni često nastaju kao reakcija na razne zlouporabe i manipulacije koje se pojavljuju na tržištu vrijednosnih papira. Kako takve pojave izazivaju nepovjerenje ulagatelja u tržište one se sankcioniraju.¹⁵ Iako propisi hrvatskog prava ne diferenciraju položaj individualnog ulagatelja - fizičke osobe i ulagatelja - pravne osobe, trend je europskog prava da se različito

¹⁰ NN br. 84/02

¹¹ Primjerice u Zakonu o investicijskim fondovima NN br. 107/95, 12/96 i 114/01 ili u Zakonu o preuzimanju dioničkih društava, NN br. 84/02, 87/02 i 120/02

¹² Riječ je o javnim dioničkim društvima koja se moraju uvrstiti već na temelju činjenice što iznosom temeljnog kapitala i brojem dioničara premašuju određene kriterije. Vidi čl.114.st.1. i 2. ZTVP

¹³ O katalogu podataka koje moraju objavljivati javna dionička društva vidi: ČULINOVIĆ-HERC, E. *Objave i obavijesti (javnih) dioničkih društava prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira i Zakonu o preuzimanju dioničkih društava*, Zbornik PFS, 40 (2003) 3-4, str. 289-319.

¹⁴ *The recurrent theme of good securities laws is «disclosure, again disclosure and still more disclosure».* LOSS, F. Cit. Prema LOWENSTEIN, L. *The Role of Financial Transparency in a Market Economy*, www.oecd.org. Vidi još KRAAKMAN, R. *Disclosure and Governance: An Overview Essay*, Syracuse Takeover and corporate Governance Conference, May 2003, str. 1.; ROMANO, R. *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L.J. 2359 (1998) koja smatra da su koristi od objavljivanja precijenjene. Siže diskusije za američko pravo, vidi: FOX, M.B. *The Securities Globalization Disclosure Debate*, 78 Washington U.L.Q 567 (2000)

¹⁵ Vidi o tome GART, A. *Regulation, Deregulation, Reregulation – The Future of the Banking, Insurance and Securities Industry*, 1994, str.47. Cit: «There is a popular misconception that regulation of securities resulted from the stock market crash of 1929... The security market suffered from instability and abuse in the 1920s. Price manipulation was not uncommon. Brokers and dealers were involved regularly in wash sales or in matched order... the issuance of false and misleading statements was another improper practice.» O zlouporabama na tržištu kapitala i sankcijama prema našem i u europskom pravu, vidi: ČULINOVIĆ-HERC, E. *Zlouporabe na tržištu vrijednosnih papira – nova europska smjernica i Zakon o tržištu vrijednosnih papira*, Zbornik PFR (2004) vol.25. br.2. str. 749-781.

postave pravila postupanja brokerskih društava prema različitim kategorijama ulagatelja.¹⁶ Kada je riječ o tzv. individualnim ulagateljima, pristup njima nalikuje pristupu potrošačima. Razlozi za takvu zakonodavnu intervenciju su sljedeći: zadržati povjerenje potrošača u financijski sustav, osigurati pravedne cijene financijskih usluga, zaštititi potrošače od prijevarnih radnji na tržištu itd. Za razliku od zakonodavne aktivnosti usmjerene prema zaštiti individualnih ulagatelja - tzv. *retail investors*,¹⁷ naše pravo te pojmove ne diferencira na taj način. Ono poznaje samo nekolicinu propisa koji posebno vrijede za tzv. institucionalne ulagatelje.

U domeni bankarskih usluga situacija je drukčija. Kada fizičke osobe potrošači sklapaju ugovore s bankama - tada ih štiti potrošačko zaštitno zakonodavstvo posebice kada se radi o poslovima kreditiranja potrošača. Iako je s potrošačem najlakše identificirati osobu koja pozajmljuje od banke novac, postavlja se pitanje postoje li suštinski razlozi za oduzimanje tog profila zaštite ako se kao ulagatelj na tržištu vrijednosnih papira pojavljuje potrošač – fizička osoba koja sklapa ugovor s profesionalcem brokerskim društvom. Ili, postoje li razlozi zbog kojih bi brokersko društvo trebalo prema fizičkim osobama nalogodavcima primjenjivati drukčiji stupanj pozornosti obzirom da se kao suugovaratelj pojavljuje osoba koja nije profesionalac?

Pokušamo li ulagatelje na tržištu vrijednosnih papira tretirati kao potrošače otvaraju se mnoga pitanja. Što se sve može obuhvatiti pod pojmom ulaganja otvoreno je različitim tumačenjima.¹⁸ Ima argumenata i za to da ulagatelji imaju drukčiju ekonomsku ulogu od one koja pripada potrošaču te da stupaju u drukčije pravne odnose od onih u koje stupaju potrošači. To zbog toga što je kod ulaganja na tržištu vrijednosnih papira prisutan visok stupanj rizika, pa je stoga to pretežno tržište profesionalaca, a manje individualnih ulagatelja. Međutim nije usamljeno shvaćanje da se položaj individualnog ulagatelja na suvremenom financijskom tržištu u bitnome ne razlikuje od položaja potrošača.¹⁹ Neki autori idu toliko daleko da poistovjećuju potrošače i

¹⁶ Tako je u pripremama koje su prethodile donošenju nove Smjernice o tržištu financijskih instrumenata iz 2004, Komisija EZ izrazila stajalište da su nacionalni kodeksi postupanja brokerskih društava neprimjereni za institucionalne investitore, koji kao profesionalci znaju evaluirati rizike. Vidi Commission Communication, Financial Services: Implementing the framework for Financial Markets: Action Plan COM (1999) 232 final 11 May 1999. str. 5-6.

¹⁷ Ima inozemnih autora koji individualne ulagatelje (*retail investors*) poistovjećuju s potrošačima te ih smatraju *spiritus movensom* cjelokupne zakonodavne aktivnosti u domeni financijskih usluga, Vidi BENSTON, G.J. *Consumer protection as Justification for Regulating Financial Services Firms and Products*, Journal of Financial Research 17:3 277-301 (2000).

¹⁸ U precedentnom pravu Velike Britanije shvaćanje bankarskog depozita krenulo je od teze da to nije «investment» nekog tek novac koji čeka da bude uložen («*money that awaits investment*»). Tako sudac Farwell u predmetu *Re Price* (1905) 2 Ch.55, citirano prema CARTWRIGHT, P. *Consumer Protection in Financial Services: Putting the law in Context*, u: Cartwright (ed.) *Consumer protection in Financial Services*, Kluwer 1999, op.cit. u bilj. 1, str. 6. Danas prevladava shvaćanje da je investiranje proces «*employing money from which interest or profit is expected*». Vidi FISHER / BEWSEY, *The law of Investor Protection*, Sweet & Maxwell 1997, str. 5.

¹⁹ Vidi npr. BENSTON, op.cit. u bilj.17, str. 287. LLEWELLYN, D.T. *Regulation of Retail Investment Services*, Economic Affairs 15 (Spring 1995) 363-404, PAGE / FERGUSON, *Investor Protection*, Weidenfeld & Nicolson, 1992, str. 14, bilj.17.

ulagatelje.²⁰ To je naročito shvatljivo kada se predoče zajednički problemi koje imaju potrošači financijskih usluga, koji se u nastavku izlažu.

Zadatak je ovog rada ispitati stupanj zaštite ulagatelja u našem pravu kada oni koriste usluge brokerskih društava s polaznom premisom da individualni ulagatelji (potrošači) na tržištu vrijednosnih papira ne uživaju neku posebnu zaštitu od one koja pripada ulagateljima općenito. Prethodno obrađuju izvori europskog prava koji su relevantni za ovu materiju. Zaštita ulagatelja posebno se ispituje u kontekstu pravnog posla koji je najčešći u ovoj domeni - a to je posao kupnje i prodaje vrijednosnih papira po nalogu nalogodavca. Iznose se odredbe ZTVP-a koje služe ostvarenju zaštite ulagatelja. Iznose se također najčešće povrede propisa o zaštiti ulagatelja učinjene od strane brokerskih društava koje je sankcionirala Komisija za vrijednosne papire u provedenim postupcima nadzora. Sumarno se naznačuju propisi koji služe ostvarenju zaštite ulagatelja u drugim poslovima s brokerskim društvima. Na kraju ovog dijela daje se opća ocjena normativnog nivoa zaštite ulagatelja pri sklapanju ugovora s brokerskim društvima i prijedlozi za njezino poboljšanje posebno imajući u vidu izvore europskog prava. Također se ukazuje na nove izvore europskog prava iz oblasti financijskih usluga koje de lege ferenda treba implementirati.

3. ZAJEDNIČKI PROBLEMI (INDIVIDUALNIH) ULAGATELJA NA TRŽIŠTU FINANCIJSKIH USLUGA

Problemi s kojima se susreću individualni ulagatelji u ugovorima s brokerskim društvima srodni su problemima potrošača financijskih usluga.²¹

Iako financijske usluge nisu definirane niti jednim propisom hrvatskog prava Zakon o bankama u čl. 6. (dalje u tekstu: ZB)²² definira «ostale financijske usluge», koja svojom širinom pokriva većinu financijskih usluga.²³ Instruktivna je u tom smislu i definicija iz recentne Smjernica

²⁰ «Given that investment represents deferred consumption, it is tempting to see investor protection as the other side of the coin from consumer protection ... The investors with whom we are concerned Are also consumers - of financial services, namely services of advisors, brokers dealers, managers etc.» Vidi PAGE/ FERGUSON, op.cit. str. 11.

²¹ Te probleme najjasnije predočuje LLEWELLYN, loc.cit : «problems of inadequate consumer information; problems of asymmetric information; the difficulty of ascertaining the quality of financial contract at the point of purchase; imprecise definitions of products and contracts; underinvestment etc. Kod ovog posljednjeg radi se o tome da se potrošač financijskih usluga oslanja na to da je netko drugi izvršio potrebna istraživanja.

²² NN, br.84/02.

²³ Vidi čl.6. st.2. ZB: «1) izdavanje garancija ili drugih jamstava, 2) factoring, 3) financijski najam (leasing), 4) kreditiranje, uključujući potrošačke kredite, hipotekarne kredite i financiranje komercijalnih poslova (uključujući forfeiting), 5) trgovanje u svoje ime i za svoj račun ili u svoje ime i za račun klijenta: a) instrumentima tržišta novca i ostalim prenosivim vrijednosnim papirima, b) stranim sredstvima plaćanja uključujući mjenjačke poslove, c) financijskim terminskim ugovorima i opcijama, d) valutnim i kamatnim instrumentima, 6) obavljanje platnog prometa u zemlji i s inozemstvom sukladno posebnim zakonima, 7) prikupljanje, izrada analiza i davanje platnog prometa o kreditnoj sposobnosti pravnih i fizičkih osoba koje samostalno obavljaju djelatnost, 8) posredovanje i zastupanje u prodaji polica osiguranja, u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje, posredovanje i zastupanje u osiguranju, 9)

o prodaji (marketingu) financijskih usluga na daljinu iz 2002. godine,²⁴ koja pod pojmom financijskih usluga podrazumijeva «bilo koju bankarsku uslugu, kreditnu uslugu, te uslugu osigurateljske, mirovinske, ulagačke ili platežne naravi».²⁵

Kao i prilikom kupnje robe na tržištu roba ulagatelj/potrošač mora moći identificirati svojstva financijske usluge prije njezine kupnje te je mora moći usporediti sa svojstvima ostalih ponuđača na tržištu. Naročito se to odnosi na samu cijenu financijske usluge koja može biti netransparentno prikazana. Kao što uočava Llewellyn, Cit: «*In a regulation-free environment these imperfections impose clear costs on the consumer. An informed judgement about the purchase of financial products and services cannot be made unless consumer know the true costs of the product; the precise nature and full terms of the product or contract; the basis upon which a financial product is offered (for example whether the firm is a tied agent or independent adviser) or what benefit is to an agent (for example commissions). These are real information costs to the consumer.*»²⁶

Međutim, i potpuna standardizacija odnosno usporedivost podataka o «financijskim proizvodima» ne rješava pitanje složenosti financijskih usluga. Uzmimo samo za primjer terminske poslove kod kojih isporuka, odnosno preuzimanje trženih vrijednosti ne slijedi na dan zaključenja ugovora nego u nekom kasnijem vremenskom trenutku uz ugovorom utvrđenu cijenu odnosno tečaj, ili druge špekulativne poslove. Dalje, vrijednost informacije koju ulagatelj treba razumjeti je umanjena činjenicom da na učinke kupljene financijske usluge često djeluju različiti vanjski faktori, odnosno rizici čije djelovanje je tim značajnije što je vrijeme izvršenja ugovora kasnije. Osim rizika imanentnih samim novčanim obvezama (promjene kamatnih stopa, valutnih tečajeva) dovoljno je spomenuti rizik insolventnosti sukontrahenta, ali i druge sasvim specifične rizike terminskih transakcija.

Korisnici nekih financijskih usluga, pri čemu se posebno to odnosi na usluge koje pružaju ovlaštena društva na tržištu vrijednosnih papira, suočavaju se s dodatnim problemom što informiranost o (trenutnoj) vrijednosti objekta transakcije nema neku trajniju vrijednost, jer je volatilnost transakcija jedno od obilježja burzovnog tržišta, čija kretanja su često nepredvidiva i iznenadna, pa i procjene financijskih analitičara o burzovnom rastu ili padu treba uzeti s

izdavanje i upravljanje instrumentima plaćanja, 10) iznajmljivanje sefova, 11) posredovanje pri sklapanju financijskih poslova, 12) usluge vezane uz vrijednosne papire, u skladu sa zakonom koji uređuje izdavanje vrijednosnih papira i trgovanje tim papirima, 13) upravljanje mirovinskim ili investicijskim fondovima, u skladu sa zakonom koji uređuje mirovinske odnosno investicijske fondove, 14) savjetovanje u pogledu strukture kapitala, poslovne strategije i sličnih pitanja kao i pružanje usluga koje se odnose na stjecanje dionica i poslovnih udjela u drugim društvima i druga značajna ulaganja, 15) druge slične usluge koje su navedene u odobrenju za rad banke.»

²⁴ Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 concerning distance marketing of consumer financial services and amending Council Directive 90/619/EEC and Directives 97/7/EC and 98/27/EC, OJ L 271/16 od 9.10.2002.

²⁵ U izvorniku: «*Financial service means any service of a banking, credit, insurance, personal pension, investment or payment nature*» (čl.2.(b) Smjernice)

²⁶ Vidi LLEWELLYN, op.cit. str. 13 i dalje.

rezervom.²⁷ Zbog toga je zakonska obveza brokerskih društava ulagatelje informirati i o rizicima koji su povezani s ulaganjem u taj vrijednosni papir. U kojoj mjeri su individualni ulagatelji sposobni razumjeti informaciju o vrstama rizika te posebno o načinu na koji se njima upravlja, sasvim je odvojeno pitanje. To se odnosi i na sve druge financijske transakcije koje imaju u sebi visok stupanj rizičnosti (terminski poslovi, arbitraža i sl.)

Nove vještine i nova znanja se od potrošača financijskih usluga zahtijevaju upravo s pojavom Interneta. Problemi potrošača financijskih usluga na Internetu nalik su onima koje imaju potrošači informatičkih usluga, iako problematika zaštite potrošača informatičkih usluga nije predmet ovog rada. Često su izloženi agresivnoj promidžbi financijskih usluga, pa ih od toga treba zaštititi na način da se traži njihov pristanak na takav oblik komunikacije. Smjernice europskog prava koriste nekoliko metoda: potrošačev prethodan pristanak (opt-in) ili prešutni pristanak tj. slanje poruka je dopustivo ako potrošač nije izrazio svoj izričiti prigovor (opt-out), pri čemu postoji i mogućnost vođenja tzv. opt out registara. Isto tako pojava elektroničkog trgovanja i njezina globalizacija smanjila je opseg određenih burzovnih transakcija koje su se bazirale na vremenskim i prostornim razlikama. Prostorne razlike su u potpunosti uklonjene pa se govori o svojevrsnoj delokalizaciji trgovanja vrijednosnim papirima.²⁸ Ostaju još vremenske razlike bazirane na različitom radnom vremenu burzi i vremenskim zonama koje su iskoristive kod poslova arbitraže i sl.

Konačno, obzirom da se kod financijskih usluga radi o kompleksnim financijskim proizvodima, njihovi potrošači ne posjeduju dovoljno znanja o tome da li je pružatelj financijske usluge prekršio ugovor te je li nastupio trenutak u kojem bi potrošač bio ovlašten zahtijevati pravosudnu ili neku drugu pravu zaštitu.

²⁷ To se najbolje vidi iz slučaja Enron. Još tijekom listopada 2001., 16 od ukupno 17 financijskih analitičara - konzultanata koji su obrađivali *Enron* sugerirali su «*buy*» ili «*strong buy*», iako je do eskalacije skandala došlo u već u veljači 2002. Na američkom tržištu tijekom devedesetih godina općenito je rastao broj preporuka o kupnji u korist preporuka o prodaji vrijednosnih papira (1991 – 6:1, 2000 – 100:1). Coffee objašnjava da je to zbog toga što *sell-side* analitičare angažiraju brokerske kuće koje razumljivo žele maksimizirati iznos provizije. U tom smislu preporuka kupnje upućena je cjelokupnom tržištu, dok je preporuka prodaje upućena samo klijentima koji drže dionice. Preporuke usmjerene na prodaju («*sell*») brinu ne samo izdavatelje već i institucionalne investitore koji se boje da će te preporuke preplašiti individualne investitore. Ako individualni investitori podlijegnu panici i počnu prodavati, tada će se institucionalni investitori naći na čudu jer se neće moći riješiti velikog paketa. COFFEE, J.C. *Understanding Enron: «It's About the Gatekeepers, Stupid»* http://ssrn.com/abstract_id=325240.

²⁸ WYMEERSCH, E. *Corporate Governance After Investment Services Directive*, Part 1, (1996) 3 *European Financial Services Law* str. 99.

4 . EUROPSKO PRAVO ZAŠTITE ULAGATELJA

4.1. Smjernica o uslugama pri ulaganju u vrijednosne papire iz 1993.

Kada je u pitanju zaštita ulagatelja pri sklapanju ugovora s brokerskim društvima osnove te zaštite na paneuropskoj osnovi postavila je Smjernica o uslugama pri ulaganju u vrijednosne papire iz 1993. god.²⁹ Ona je uredila nekoliko važnih pitanja: licenciranje, tj. odobrenje koje dobiva društvo za poslovanje s vrijednosnim papirima, uredila je neka pitanja upravljanja (*prudent management*) brokerskim društvima te postavila osnove za donošenje pravila postupanja sa klijentima pri pružanju usluga - tzv. *conduct of business rules*.³⁰ Licencu odnosno odobrenje za rad brokerskim društvima daje ovlašteno nacionalno tijelo koje vrši nadzor tržišta kapitala. Odobrenje za rad brokersko društvo dobiva u državi članici u kojoj uprava društva ima registrirano sjedište. Licenca odobrena u jednoj državi članici priznaje se i u drugim državama članicama po načelu «*mutual recognition*». Brokerska društva koja imaju sjedište u državi koja nije članica EU ne mogu se koristiti blagodatima takve prekogranične licence.

Ovaj regulatorni režim poslovanja brokerskih društava bio je izložen kritici s argumentom da sustav «*home country control*» dovodi do negativne selekcije - *race to the bottom*. To zbog toga što nacionalni zakonodavci namjerno oslabljuju kriterije kontrole brokerskih društava kako bi ih što više privukli pod svoje regulatorno okrilje. Na taj način, brokerska društva koja su podvrgnuta blažem regulatornom režimu bivaju u komparativnoj prednosti pred onima koji moraju ispunjavati mnogo tegobnije uvjete.³¹

Za ovaj rad, najvažniji propis Smjernice iz 1993. bio je sadržan u čl.11. Taj je propis predviđao da države članice moraju izraditi pravila postupanja koja će brokerska društva primjenjivati kada pružaju investicijske usluge (*Conduct of Business Rules*). U tom članku postavljena su i određena načela kojih se države članice trebaju držati prilikom izrade tih pravila postupanja, po uzoru na sličan propis IOSCO-a.³² Također je naglašeno da u primjeni tih pravila treba voditi računa o profesionalnosti pojedinih klijenata, te ih primjenjivati selektivno. Iako je Smjernica stupila na snagu tek koncem 1995. godine i nekoliko godina nakon njezina stupanja na snagu bile su prisutne nedoumice i razlike u načinu implementacije.³³ U nekim državama članicama ta su

²⁹ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field 1993, OJ L 141/27

³⁰ Vidi ILMONEN, *op.cit.*, str. 144.

³¹ *Loc.cit.*

³² Vidi detaljnije CRUIKSHANK, C. *Is there a need to harmonize Conduct of Business Rules*, u: FERRARINI, G. *European Securities markets: The Investment Services Directive and Beyond*, str. 131.

³³ TISON, M. *Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 65-99. Autor objašnjava genezu

pravila postupanja izradila nadzorna tijela, dok su u drugima doneseni zakoni. Kako je popis načela za izradu pravila postupanja iz čl.11. bio nedorečen, do prave harmonizacije nije uopće niti došlo, tako da je na europskom tržištu investicijskih usluga bilo nekoliko različitih režima što se pokazalo otegotnim za ona društva koja su pružala usluge na prekograničnoj osnovi. Kako je smjernica predviđala da su pri pružanju investicijskih usluga u drugoj državi članici mjerodavna pravila postupanja one države članice u kojoj se usluga obavlja,³⁴ društva su morala utvrditi lokalna pravila postupanja te uskladiti svoje ponašanje s njima, čak i u slučaju da je broj njihovih kljenata iz te države članice bio zanemarivo mali. Ipak i pod tog premisom nije bilo jasno čija pravila postupanja će biti mjerodavna ako je brokersko društvo dobilo odobrenje u jednoj državi članici, izvršava transakciju na burzi koja se nalazi u drugoj državi članici i to za račun ulagatelja koji je državljanin treće države članice.

Prema stajalištu Komisije EZ-a, koje je kasnije utjecalo i na sudsku praksu Europskog suda³⁵ « ...ugovorom se kreira jasna presumpcija da su prilikom pružanja usluga mjerodavna pravila države članice koja je dala odobrenje (home country authorization)»³⁶. Međutim, u samoj smjernici je izričito bilo predviđeno da druga država članica (host country) može intervenirati pri pružanju prekograničnih usluga na svom teritoriju ako to čini za opće dobro (in general good). Također je bilo pojava da je isto brokersko društvo moralo poslovati po pravilima koja međusobno nisu bila kompatibilna.³⁷ Posebna pravila postupanja u odnosu na institucionalne investitore također nisu artikulirana.

Vrlo brzo ovi su problemi došli do izražaja u sudskoj praksi Europskog suda. Iako je sudska praksa koja razmatra slobodu kretanja usluga vrlo brojna,³⁸ za polje financijskih usluga

ove odredbe, odnosno tadašnju potrebu usklađivanja s radom IOSCO-a. Također kritizira mehaničku implementaciju koja je bila prisutna u nekim zemljama. Iznosi da je većina zemalja odabrala nadzorno tijelo tržišta kapitala kao nadležno za donošenje tih pravila. Vidi još: ILMONEN, K. *Structural Implications of Upgrading the Investment Services Directive*, International and Comparative Corporate Law Quarterly, Vol.4 2002, str.133-161. Plediranje za različit stupanj zaštite kod insitucionalnih investitora kao i potrebu redefiniranja koncepta na način da se obuhvate i kvalificirani investitori: WELCH, J. *The Sophisticated Investor and ISD*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str.101-114. posebno na str.108. Autorica kao kriterije da se fizičke osobe smatraju kvalificiranim investitorima navodi kriterije predložene od strane FESCO-a: godinu dana profesionalnog iskustva, portfelj veći od 500 000 EUR, 10 značajnijih transakcija po kvartalu unutar godine dana.

³⁴ Čl.11.st.2. Smjernice iz 1993.

³⁵ Vidi predmet C-222/95, Parodi v. Banque Albert de Bary (1997) E.C.R. I-3899.

³⁶ Commission Communication The Application of Conduct of business Rules under article 11 of the Investment Services Directive (93/22/EEC)

³⁷ Vidi ILMONEN, K. *op.cit.*, str. 146.

³⁸ U oblasti osiguranja vidi *Commission v. Germany* (1986) ECR 3755. U domeni pružanja odvjetničkih usluga vidi: *Gebhard v. Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* (1995) ECR I – 4165; o konceptu *general good* kao opravdanju ograničavanja slobode pružanja usluga vidi posebno: *C-279/80 Criminal proceedings against Webb* (1981) ECR 3305 gdje je sud istaknuo: «... the freedom to provide services is one of the fundamenatal principles of the Treaty and may be restricted only by provisions which are justified by the general good and which are imposed on all persons or undertakings operating in the said State in so far as that interest is not safeguarded by the rules to which the provider of the service is subject in the Member state of his establishment» Vidi i komentar: FERREARINI, G. *Towards a European law of investment services and institutions* (1994) 31 C.M.L. Rev, str. 1283, 1299.

koje pružaju brokerska društva najznačajnija rješidba Europskog suda je *Re Alpine Investment*³⁹. U tom je predmetu nizozemsko ministarstvo financija zabranilo nizozemskom brokerskom društvu, specijaliziranom za futures transakcije da nudi svoje usluge telefonskim putem fizičkim osobama bez njihova prethodnog odobrenja («cold calling»). Kasnije na temelju zakonske ovlasti, nizozemsko ministarstvo je 1991. godine zabranilo svim nizozemskim brokerskih društvima da nude svoje usluge putem telefona, pozvavši se zaštitu ulagatelja i zaštitu ugleda nizozemskih brokerskih društava. Zabrana se odnosila i na usluge koje se pružaju i u drugim zemljama članicama koje su «krenule» iz Nizozemske. Tužitelj je pokrenuo spor pred nadležnim sudom tvrdeći da je takva zabrana u suprotnosti s načelom slobode pružanja usluga. Tužitelj je smatrao da ne postoji nikakav interes očuvanja nizozemskog financijskog tržišta obzirom da se država onoga koji pruža usluge treba pouzdati u nadzor države članice korisnika usluge, kao što to uređuje smjernica. Nizozemsko ministarstvo je u odgovoru na tužbu istaknulo da su kod «cold calling»-a osobe kojima se upućuju ponude putem telefona ulovljene na prepad te da nisu u stanju informirati se o rizicima koji su povezani s tom transakcijom, niti mogu usporediti kvalitetu i cijenu usluge ponuditelja s ponudom njegovih konkurenata. U tijeku postupka nizozemski je sud zastao s postupkom o uputio zahtjev Europskom sudu za odlučivanje o prethodnom pitanju. Europski sud odlučujući u tom postupku, takvu mjeru ocijenio mjerom koja predstavlja ograničenje slobode pružanja usluga u smislu čl. 59. Ugovora o Europskoj Zajednici, ali je isto tako smatrao da država članica može pod izlikom «općeg dobra» donijeti takve zabrane. Na taj način je zapravo Europski sud smatrao mjeru razmjernom i opravdanom.⁴⁰

4.2. Financial Services Action Plan

Prekretnicu zakonodavne aktivnosti u europskom pravu kojim se uređuje tržište financijskih usluga, a unutar toga i zaštita ulagatelja u odnosu na brokerska društva označilo je donošenje tzv. *Financial Services Action Plan*-a (FSAP) iz 1999. godine iza kojeg je slijedio tzv. *Wise Men Report*, popularno nazvan *Lamfalussy Report*.⁴¹ U FSAP-u se utvrdilo da su najvažnije smjernice

³⁹ C-384/93 *Alpine Investments BV v. Minister van Financien* (1995) ECR I-1141.

⁴⁰ Detaljnije o odstupanjima suda u predmetu *Alpine Investment* u odnosu na *Keck* i druge važne predmete iz sudske prakse Europskog suda koji se odnose na slobodu pružanja usluga, vidi: O'KEEFFE / CAREY, *Financial Services and Internal Market*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 8. Pregled sudske prakse o slobodi pružanja usluga po razvojnim fazama vidi kod: HATZOPOULOS, *Recent developments of the case law of the ECJ in the field of services*, 37 (2000) C.M.L.Rev. bilj.6.

⁴¹ Vidi *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market*, Brussels 15 February 2001. Prvo izvješće prezentirano je 9 Nov 2002. Konačno izvješće prezentirano je 15 Feb 2001. O ostalim važnim segmentima zakonodavne aktivnosti u europskom pravu te posebno o rokovima njihove realizacije vidi kod: O'KEEFFE / CAREY, *Financial Services and Internal Market*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 9-13. Detaljni prikaz nove zakonodavne tehnike vidi kod:

u ovoj oblasti stare preko dvadeset godina, te da se nakon donošenja *Investment Services Directive*⁴² u regulatornom smislu nije ništa značajnije dogodilo. Ocijenjeno je da je riječ o vrlo slaboj integraciji tržišta kapitala⁴³ iako je s uvođenjem eura integracija ušla u novu fazu.

U svom konačnom izvješću taj je isti *Wise Men Committee* predložio novu zakonodavnu tehniku reguliranja ove materije, koju je sažeo u tzv. "pristup na četiri nivoa". Prvi nivo obuhvaća izradu općih regulatornih načela (*framework principles*), zatim slijedi nivo u kojem Komisija uz pomoć tog istog odbora usvaja mjere implementacije tehničkog karaktera. Nakon toga slijedi nivo koordinacije i izvršenja. To sve zbog toga što je dotadašnji način donošenja propisa ocijenjen, presporim, prerigidnim, a u finalitetu rezultira mnogim nedorečenostima. Primjer za to upravo je sadržan u propisu kojim se između uređuju odnosi između brokerskih društva i njihovih nalagodavaca.

4.3. Smjernica o tržištima financijskih instrumenata iz 2004.

Kako je ISD smatran ustavom europskog tržišta kapitala, njezina izmjena bila je jedna od glavnih zadaća FSAP-a. Prvi prijedlog koji je Komisija EZ-a izradila datira iz 2002.,⁴⁴ a nova ISD usvojena je u travnju 2004. godine.⁴⁵ Kako se navodi u preambuli Smjernice, razlozi izmjene su višestruki: zastarjelost smjernice zbog razvoja financijskog tržišta, djelomična neprimjenjivost i nepotpunost (izjalovljenje ideje ostvarenja jedinstvenog tržišta) kao i nekonzistentna implementacija u državama članicama. Najvažnija novost smjernice u pravcu njezinih integracijskih napora je omogućavanje bankama, brokerskim društvima i burzama da pružaju svoje usluge unutar EU, temeljem licence koju im daju domicilna regulatorna tijela (*home country authorization*). Uspostavljaju se pravila o tome koji se podaci trebaju objavljivati o transakcijama s dionicama prije i poslije trgovanja (*pre-transparency, post-transparency rules*), s mogućnošću da države članice primjenu tih pravila prošire i na druge financijske instrumente. Na taj način je nova smjernica sama razradila pravila postupanja koja brokerska društva trebaju primjenjivati prilikom pružanja usluga ulagateljima, što je nedostajalo u ranijem sustavu. Obzirom na to da se stalno ukazivalo na potrebu podvajanja režima za institucionalne ulagatelje, po prvi puta u Smjernici

ANDERSSON, J. *The Regulatory Technique of Securities Law – A Few Remarks*, European Business Law Review, 13 (4) 2002, str.313-322.

⁴² Council Directive 93/22/EEC of May 10 1993 on investment services in the securities field, 1993 OJ L 141, str. 27.

⁴³ WYMEERSCH, E. *Regulating European Markets: The Harmonization of Securities Regulation in the Europe in the New Trading Environment*, u: FERRAN / GOODHART (eds.) *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, str. 190.

⁴⁴ COM (2002) 625. Kritički o zaštiti ulagatelja prema prijedlogu izmjene smjernice: MOLONEY, N. *New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation*, CMLR, 40: 809-843, 2003, posebno 824-826.

⁴⁵ 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

postoje razlike u postupanju ovlaštenog društva prema klijentu općenito i profesionalnom klijentu (čl.4. st.10 i 11. Smjernice) s time da Smjernica daje precizne elemente razgraničenja.⁴⁶

Propisi Smjernice koji se odnose na predmet ovog rada nalaze se u njezinom drugom dijelu i obuhvaćaju čl.19-24. U dijelu rada koji obrađuje propise domaćeg prava ukazuje se detaljnije na te odredbe radi uočavanja razlika. Smjernica je harmonizirala pravila postupanja brokerskih društava kada pružaju usluge svojim klijentima. Osim opće obveze poštenog i profesionalnog postupanja u najboljem interesu klijenta prilikom pružanja usluga, ali i pri promidžbi društva, brokersko društvo mora prije sklapanja ugovora informirati svoje klijente o samom društvu, o uslugama koje društvo pruža, o vrijednosnim papirima i strategiji ulaganja u vrijednosne papire koje društvo predlaže (*guidance and warning*), o modalitetu izvršenja transakcija, o troškovima i proviziji koje društvo zaračunava. Kada društvo klijenta savjetuje o ulaganju u vrijednosne papire ili upravlja njegovim portfeljem, ono treba utvrditi nalogodavčev stupanj znanja i iskustva o ulaganju, upoznati se s njegovom financijskom situacijom te utvrditi njegove ciljeve ulaganja kako bi preporučilo one oblike ulaganja koji će biti prilagođeni potrebama klijenta (čl.19.st.4. Smjernice). Postrožena je obveza vođenja dokumentacije transakcija. Tako ovlašteno društvo mora voditi posebne datoteke o klijentima te izrađivati posebna izvješća za klijente. Mnogi propisi koji će se detaljnije urediti postupanje brokerskih društava rješavat će se na drugom nivou (*comitology*), pri čemu smjernica obvezuje zakonodavca «drugog nivoa» da pri donošenju tih propisa vodi računa o prirodi financijskog instrumenta, (ne)profesionalnosti samog klijenta te prirodi usluga koje društvo pruža klijentu.

Čl.21. Smjernice bavi se načinom izvršavanja naloga – ovlašteno društvo ih treba izvršiti pod uvjetima koji su za klijenta najpogodniji (*best possible results*) pri čemu se uzima u obzir cijena troškovi, brzina opseg i vrsta transakcije. Države članice moraju od ovlaštenih društava zahtijevati da uspostave tzv. *order execution policy* – politiku izvršavanja naloga, kako bi postigli najbolji rezultat. Predviđena je mogućnost izvršavanja naloga i izvan uređenog tržišta (netransparentno trgovanje), ali se o tome mora posebno informirati klijenta i dobiti njegov izričit pristanak. Propisima drugog nivoa riješit će se pitanje vrednovanja (ponderiranja) različitih kriterija koji će se uzimati u obzir pri procjeni je li neko društvo provelo nalog na najpogodniji način (čl.21.st. 6.a i b). Što se tiče brzine izvršavanja transakcija od brokerskih društava traži se da naloge izvršavaju promptno i ekspeditivno (*prompt, fair and expeditious*). Društvo mora čuvati zapise transakcija najmanje 5 godina (čl.25.st.2).

⁴⁶ Vidi Annex II Smjernice

Posebna pravila su previđena o tome na koji način i u kojim rokovima ovlaštena društva trebaju izvještavati nadzorna tijela na tržištu kapitala o provedenim transakcijama. Predviđeno je ad hoc izvještavanje. Rok ne može biti duži od kraja idućeg poslovnog dana (čl.25st.3. Smjernice).

Na ove se propise detaljnije upućuje pri njihovom uspoređivanju s propisima hrvatskog prava.

4.4. Ostali izvori europskog prava

Obzirom da se usluge brokerskih društava mogu nuditi i na daljinu od izvora europskog prava treba još spomenuti *Smjernicu o marketingu financijskih usluga na daljinu iz 2002.*⁴⁷ Ona predstavlja regulatornu dopunu Smjernice 97/7/EC o sklapanju ugovora na daljinu, obzirom da se ta smjernica ne primjenjuje na financijske usluge. Ona je ujedno i odgovor europskog zakonodavca na probleme koji su došli do izražaja u predmetu Alpine Investment.⁴⁸ Kako je Smjernica o sklapanju ugovora na daljinu preuzeta u naše pravo isto isključenje iz predmetnog polja primjene vrijedi i za nas. Smjernica o marketingu financijskih usluga na daljinu iz 2002. nije preuzeta u naše pravo. Inače rok za njezinu implementaciju u državama članicama je istekao (9.10.2004.)⁴⁹ Smjernica polazi od toga da potrošača financijske usluge prije sklapanja ugovora treba informirati o njezinim obilježjima kako bi bio u stanju ispravno procijeniti njezina svojstva i donijeti informiranu odluku.⁵⁰ Predviđen je visok stupanj zaštite od neželjenih usluga (*unsolicited services*) kao i pravo opoziva prihvata ponude financijske usluge (*right of withdrawal*). Potrošač ima pravo odustati od ugovora u roku od 14 dana od dana sklapanja ugovora bez navođenja razloga, a kada je u pitanju ugovor o životnom osiguranju, ili ako se radi o mirovinskom osiguranju tada je rok 30 dana. Ako su opći uvjeti poslovanja bili dostavljeni potrošaču naknadno tada se početak roka računa od toga dana. Pravo opoziva prihvata ponude ne može se realizirati u slučajevima kada je riječ o financijskim uslugama kod kojih cijena usluge ovisi o cjenovnim kretanjima na financijskom tržištu koja su izvan kontrole osobe koja pruža usluge. To je slučaj kada su investicijske usluge usmjerene na poslove s instrumentima tržišta novca, vrijednosne papire, udjele u investicijskom fondu ili je riječ o terminskim poslovima i sl. Predviđen je i specifičan način rješavanja sporova kada se radi o rješavanju sporova iz ugovora u kojima su potrošači korisnici financijskih usluga iz druge države članice (FIN-NET).

⁴⁷ Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 concerning distance marketing of consumer financial services and amending Council Directive 90/619/EEC and Directives 97/7/EC and 98/27/EC, OJ L 271/16 od 9.10.2002.

⁴⁸ Vidi supra, pod točkom rada 4.1.

⁴⁹ Vidi čl.21. Smjernice, *op.cit.* u bilj. 28. str.24.

⁵⁰ Vidi preambulu Smjernice, par.(21), *op.cit.* kao i u bilj. 28, str.17.

Iduća smjernica iz ove domene je ***Smjernica o osiguranju tražbina putem financijskih instrumenata iz 2002. godine.***⁵¹ Davatelj osiguranja (tražbine) kao i primatelj osiguranja moraju biti ili državni organ, središnja banka, financijska institucija koja je podvrgnuta nadzoru (primjerice banke i društva za poslovanje s vrijednosnim papirima, osigurateljska društva investicijski fond) depozitarna agencija, odnosno klirinška kuća, a fizičke osobe su po definiciji isključene iz polja primjene.⁵² Financijski instrument kojim se osigurava tražbina je novac ili vrijednosni papir (dionice, obveznice te ostali instrumenti kojim se trguje na tržištu vrijednosnih papira uključujući opcije, udjele u investicijskom fondu i sl).⁵³ Smjernica se primjenjuje na uvjetne (security financial collateral arrangements) i bezuvjetne prijenose vlasništva (title transfer financial collateral arrangements), bez obzira postoje li master ugovori, odnosno opći uvjeti poslovanja. Drugom skupinom su obuhvaćeni i repo poslovi.

Smjernica o kompenzacijskim shemama za ulagatelje iz 1997. odnosi se na vrlo važan segment zaštite ulagatelja obzirom da predviđa mogućnost korištenja tzv. kompenzacijskih shema u situaciji kada brokersko društvo nije u mogućnosti ispuniti svoje financijske obveze prema ulagatelju (*unable to meet its obligations arising out of investors' claims and has no early prospect of being able to do so*) odnosno ako je sud donio odluku koja onemogućuje ulagatelja da zahtijeva isplatu prema brokerskom društvu (*suspending investors' ability to make claims against an investment firm*). Pokriće se mora osigurati zbog nemogućnosti brokerskog društva da ispuni novčanu obvezu prema ulagatelju odnosno da mu vrati instrument koji mu pripada. Ako je kreditna institucija pružala ulagatelju investicijske usluge tada se zaštita novčanih potraživanja može ostvarivati i primjenom tzv. *Deposit Guarantee Directive*,⁵⁴ ali se pravo na kompenzaciju ne može kumulirati. Minimalni iznos kompenzacije je ECU 20 000. Države članice mogu propisati da nekim kategorijama ulagatelja (institucionalni investitori) ne pripada pravo na kompenzaciju ili im ne pripada u tom iznosu.

5. MOGUĆNOSTI PRIMJENE POTROŠAČKOG ZAŠTITNOG ZAKONODAVSTVA NA INDIVIDUALNE ULAGATELJE

⁵¹ *Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements*, OJ L 27.06.2002, 168/43

⁵² Vidi čl.1.st.2. (e) Smjernice, Ibid., str.

⁵³ Čl.2.st.1. (e) Smjernice, Ibid., str.

⁵⁴ *Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes*, OJ L 135 , 31/05/1994 P. 0005 – 0014

Kao što je već rečeno propisi o zaštiti ulagatelja jednako štite pravne i fizičke osobe - ulagatelje. Ipak za tzv. institucionalne ulagatelje vrijede ponekad vrijede posebna pravila (npr. transakcije između institucionalnih ulagatelja prema ZTVP-u). Od propisa koji su usmjereni na zaštitu ulagatelja općenito treba izdvojiti one koji se odnose na zaštitu novčanih sredstava nalagodavaca i očuvanje prvenstva danog naloga.

Iduće pitanje koje se postavlja štite li propisi ZZP-a, kao opće potrošačko zakonodavstvo individualne ulagatelje kada sklapaju ugovore s brokerskim društvima u svojstvu potrošača. Naime, prema čl.3.t.1. ZZP potrošač je «svaka fizička osoba koja sklapa pravni posao na tržištu, u svrhe koje nisu namijenjene njegovom zanimanju niti njegovoj poslovnoj aktivnosti ili poduzetničkoj djelatnosti». Baretić⁵⁵ ističe da motiv sklapanja pravnog posla (zarada) nije odlučujući za određenje nekog posla fizičke osobe kao potrošačkog pa stoga, prema njemu «i u ugovor o kupnji dionica trgovačkog društva može biti potrošački ugovor pod pretpostavkom da kupnja dionica nije stalna poduzetnička djelatnost ili poslovna aktivnost kupca». Ono što dakle može utjecati na gubitak svojstva potrošača je činjenica da on sklapa pravni posao sa svrhom obavljanja neke poslovne aktivnosti, odnosno da ne čini to u osobne svrhe. Drugim riječima, fizičke osobe koje se ulaganjem u vrijednosne papire ne bave obrtimice, već kazualno uživale bi zaštitu koju im pruža ZZP. Sasvim je drugo pitanje (*questio facti*) kada možemo govoriti o tome da se neka fizička osoba obrtimice bavi ulaganjem u vrijednosne papire. A da se društvo za poslovanje s vrijednosnim papirima može smatrati trgovcem prema ZZP-u nije uopće sporno. Međutim, u kojoj mjeri će se individualni ulagatelji moći pozivati u odnosima s ovlaštenim društvima na zaštitu potrošača sasvim je odvojeno pitanje. Uzmemo li u obzir da je brokersko društvo već po definiciji trgovac (prema ZZP-u), takav ugovor zadovoljavao bi kriterije personalnog određenja potrošačkih transakcija.

Iduće pitanje koje se postavlja je pitanje da li se i u kojoj mjeri propisi potrošačkog zaštitnog zakonodavstva (ZZP) primjenjivi na usluge koje pruža brokersko društvo. Pri tom ne treba izgubiti iz vida zaštitu koju potrošači uživaju prema ZOO-u, koji je *lex generalis* za ugovorno pravo bilo da je ona sadržana u općem bilo u posebno dijelu.

U ZZP-u postoji nekoliko tematskih cjelina u kojima se odgovarajuća pozornost upravo posvećuje pitanjima zaštite potrošača pri sklapanju ugovora (izvan poslovnih prostorija trgovca; kod ugovora koji se sklapaju na daljinu) te pitanja nepoštenih ugovornih odredbi. Sve te oblike zaštite uživaju i potrošači financijskih usluga, osim kada ZZP to izričito isključuje. Tako primjerice čl.30.st.1. ZZP-a uređuje da se odredbe Glave VI (ugovori sklopljeni izvan poslovnih prostorija trgovca) ne primjenjuju na ugovore o osiguranju i o prodaji vrijednosnih papira. Dalje,

⁵⁵ Vidi BARETIĆ, M. *Nepoštene odredbe u potrošačkim ugovorima s posebnim osvrtom na ugovore banaka i osiguravajućih društava*, Narodne novine, Zagreb 2003, str. 63, bilješka 28 i tamo citirani autori.

iz polja primjene propisa iz Glave VII ZZP (ugovori sklopljeni na daljinu), zakonodavac je isključio sve ugovore koji se odnose na financijske usluge, primjerično navodeći «investicijske usluge, usluge osiguranja i reosiguranja, bankarske usluge, trgovanje opcijama». Odredbe Glave X ZZP-a o nepoštenim odredbama u potrošačkim ugovorima bile bi temeljem zaštite individualnih ulagatelja (potrošača) od nepoštenih odredbi općih uvjeta poslovanja brokerskih društava.

6. ZAŠTITA ULAGATELJA U UGOVORIMA S BROKERSKIM DRUŠTVIMA – USKLAĐENOST NAŠEG PRAVA S EUROPSKIM PRAVOM

6.1. Ulagatelj – trebaju li svi ulagatelji isti stupanj zaštite ?

6.1.1. Hrvatsko pravo

Prema ZTVP-u ulagatelji se dijele na «institucionalne» i «one ostale». Prema čl.2.t.9. ZTVP-a institucionalnim ulagateljem se smatraju samo pravne osobe, od kojih su to domaći ili strani investicijski fond, mirovinski fond, banka, osiguravajuće društvo to po samoj definiciji, dok drugim pravnim osobama može status institucionalnog ulagatelja odobriti Komisija za vrijednosne papire RH. Razlog izdvajaju institucionalnih investitora od ostalih je taj što se kada su oni u pitanju odstupaju od onog nivoa zaštite koji pripada širokoj ulagateljskoj publici. Tako institucionalni ulagatelji mogu između sebe sklapati tzv. dogovorne transakcije (kada su predmet transakcije dužnički vrijednosni papiri) izvan burze ili uređenog javnog tržišta (čl.2. ZTVP). Komisija će temeljem odredbi čl.102. st. 3. ZTVP-a pravnoj osobi priznati status institucionalnog ulagatelja ako utvrdi da ta pravna osoba svoja novčana sredstva ulaže u vrijednosne papire radi ostvarenja dobiti na temelju razlike u cijeni ili radi zaštite financijske imovine od tržišnih rizika, te da ima iskustva u ulaganju u vrijednosne papire i u trgovanju vrijednosnim papirima. Dalje, kod emisije vrijednosnih papira povećanjem temeljnog kapitala izdavatelja u kojem sudjeluju samo institucionalni ulagatelji, nije potrebno izraditi prospekt (čl.32. ZTVP). Profesionalizam i volumen transakcija u koje ulaze institucionalni investitori imaju svoje opravdanje za takva odstupanja.

6.1.2. Europsko pravo

U europskom pravu, podvajanje institucionalnih i individualnih investitora više se ne bazira na postojanju ili nepostojanju pravne osobnosti ulagatelja, već je naglasak na njegovu

profesionalizmu. Zato se umjesto institucionalnih investitora sve češće se posize za izrazom "qualified investors". Taj izraz primjerice rabi Smjernica o prospektu pri javnoj ponudi vrijednosnih papira iz 2003.⁵⁶ koja kvalificiranim ulagateljima smatra ne samo pravne osobe (institucije) već i fizičke osobe ako udovoljavaju određenim kriterijima, kao što su primjerice veličina portfelja (0,5 milijuna EUR), učestalost obavljanja transakcija na tržištu, stručna znanja o transakcijama na tržištu vrijednosnih papira.⁵⁷

Smjernica o tržištima financijskih instrumenata iz 2004. (dalje: Smjernica iz 2004.) postavila je čvrste kriterije razlikovanja profesionalaca od onih koji to nisu. U njezinu Annex-u II⁵⁸ razrađuju se kriteriji prema kojima se neki klijent brokerskog društva mora (*must*) odnosno može (*may*) tretirati kao «*professional client*». Polazi se od toga da je profesionalni klijent osoba koja posjeduje iskustvo znanje i stručnost koje je potrebno da bi sama donijela odluku o ulaganju u vrijednosne papire te da bi pravilno procijenila rizike koje takvo ulaganje implicira. Klijent se beziznimno smatra profesionalcem ako je obuhvaćen nekom od sljedećih grupa.

U prvoj se grupi nalaze:

- a) kreditne institucije,
- b) društvo koje se bavi ulaganjem u vrijednosne papire,
- c) druge ovlaštene financijske institucije ili institucije čija je djelatnost regulirana propisima
- d) osiguravajuća društva
- e) investicijski fondovi i društva za upravljanje investicijskim fondovima
- f) mirovinski fondovi i društva za upravljanje mirovinskim fondovima
- g) dileri na robnim burzama odnosno dileri robnih derivata
- h) drugi institucionalni investitori

Drugom grupom su obuhvaćena tzv. velika poduzeća koja prema kriterijima bilance (EUR 20 000 000) , ukupnog prometa (EUR 40 000 000) i vrijednošću vlastitih sredstava (EUR 2 000 000) premašuju navedene iznose.

U treću grupu ulaze središnja i regionalna državna tijela, kao i osobe javnog prava u čijoj je nadležnosti javni dug, središnja banka i međunarodne financijske organizacije poput Europske središnje banke, Međunarodnog monetarnog fonda i slično.

⁵⁶ Vidi 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, OJ L 345/64 31. 12. 2003.

⁵⁷ Ibid., čl.2. st.2. Smjernice.

⁵⁸ Vidi Smjernicu, op.cit. u bilj.45, str.175/43

Naprijed navedene osobe uvijek se smatraju profesionalcima. Međutim, i te osobe mogu zahtijevati od brokerskih društava da ih pri pružanju usluge smatraju neprofesionalcima (*ask higher level of protection*), ali to je moguće samo na njihovu vlastitu inicijativu.

S druge strane postoje osobe koje se mogu smatrati profesionalcima. One se mogu odreći određenih segmenata zaštite koju im pružaju pravila postupanja usvojena Smjernicom (*conduct of business rules*). Ali da bi se neka osoba mogla odreći te zaštite ona mora ispunjavati određene kriterije, a također se moraju poštivati određene postupovne formalnosti.

Klijent se može odreći primjene pravila postupanja, ali je potrebno da budu ispunjena najmanje *dva od tri* sljedeća kriterija:

- radi se o klijentu koji je imao značajan broj transakcija (*in significant size*) na relevantnom tržištu i to s frekvencijom 10 po kvartalu u odnosu na prethodna četiri kvartala
- veličina klijentovog portfelja koji obuhvaća i novčane depozite i financijske instrumente prelazi 500 000 EUR
- klijent je radio ili radi u financijskom sektoru barem godinu dana u profesionalnom svojstvu koje iziskuje poznavanje transakcija ili usluga o kojima je riječ.

U pogledu postupovnih formalnosti, taj klijent mora se pismeno očitovati o tome da želi da se s njime postupa kao s profesionalnim klijentom. Zatim brokersko društvo mora dati klijentu jasno pisano upozorenje o zaštiti koju tim odricanjem ulagatelj gubi. Nakon toga klijent se mora posebnom pismenu, različitom od ugovora, očitovati da je svjestan posljedica gubitka zaštite koja pripada klijentu neprofesionalcu.

6.2. Usluge koje pružaju ovlaštena društva - poslovi s vrijednosnim papirima

6.2.1. Hrvatsko pravo

Da bi se jasnije utvrdilo domete zaštite ulagatelja koju uređuje ZTVP, potrebno je prethodno utvrditi dokle siže ta zaštita.

U čl.34. ZTVP-a definiraju se poslovi s vrijednosnim papirima koje obavljaju ovlaštena društva. Radi se zapravo o onim poslovima koji se obavljaju na tržištu vrijednosnih papira bilo primarnom (agentura izdanja, pokroviteljstvo izdanja te svi drugi poslovi vezani za izlazak na

primarno tržište) bilo sekundarnom (kupnja i prodaja po nalogu, posebna burzovna trgovina, upravljanje portfeljem) te poslovi koji egzistiraju i izvan samog tržišta (poslovi skrbništva). To, svakako nisu jedini poslovi s vrijednosnim papirima. Izostavljeni su poslovi s derivatima (izvedenicama) vrijednosnih papira. Umjesto termina «poslovi», u ZTVP-u bolje pristajao termin «usluga» ovlaštenih društava, te bi taj izraz valjalo uskladiti sa smjernicom.

Poslove s vrijednosnim papirima u nas mogu obavljati samo banke i brokerska društva, koji su za obavljanje tih poslova dobili dozvolu Komisije i upisali ih kao djelatnost u sudski registar. Opseg «licence» koju dobivaju ovlaštena društva glede pojedinih poslova u izravnoj je vezi s visinom njihova temeljnog kapitala, obzirom da su najrizičnije poslove s vrijednosnim papirima tj. poslove agenta ili pokrovitelja izdanja ovlaštena obavljati samo ona brokerska društva koja imaju temeljni kapital u iznosu od najmanje 4.000.000,00 kn. Za poslove investicijskog savjetovanja i kupnje i prodaje vrijednosnih papira po nalogu nalogodavca dovoljan je iznos temeljnog kapitala od najmanje 200.000,00 kn, dok je za ostale poslove iz čl.34. potreban iznos od 400.000,00 kn. Banke, već prema čl. 15. ZB trebaju imati temeljni kapital u iznosu od najmanje 15 milijuna kn,⁵⁹ pa udovoljavaju svim postavljenim kriterijima. Valja istaći da se na banku, kada obavlja poslove s vrijednosnim papirima na odgovarajući način primjenjuju propisi o brokerskim društvima iz ZTVP-a.

6.2.2. Europsko pravo

Smjernica iz 2004. godine razvrstava usluge koje pruža brokersko društvo na usluge pri ulaganju (*investment services*) i sporedne usluge (*ancillary services*).⁶⁰

U usluge pri ulaganju ubrajaju se: prihvata i prijenos naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata; izvršavanje naloga za račun nalogodavca; poslovi za vlastiti račun; upravljanje portfeljem; investicijsko savjetovanje; pokroviteljstvo, odnosno agentura izdanja, plasman emisije bez agenture (*without firm commitment basis*), vođenje multilateralnih trgovinskih sustava.⁶¹

⁵⁹ *De lege ferenda* u svjetlu implementacije nove Smjernice iz 2004, ovlaštena društva iz svih zemalja članica morat će ispunjavati kriterije tzv. *Basel II Capital Adequacy Framework*-a. Vidi preambulu smjernice, par.21 op.cit. u bilj. 45, str. 3

⁶⁰ Vidi Annex I Smjernice iz 2004, op.cit., u bilj.45, str. 145/41

⁶¹ U izvorniku: «operation of multilateral trading facilities». To su prema definiciji multilateralni sustavi trgovanja koje vodi brokersko društvo ili operater tržišta, koji povezuju ponudu i potražnju za financijskim instrumentima, na način koji onemogućava diskrecijsko spajanje naloga za kupnju i naloga za prodaju. Ilustrativan primjer je NASDAQ – automatska kotacija američkog udruženja brokerskih kuća koja momentom plasiranja naloga (za prodaju) u mrežu spaja taj nalog s najpovoljnijim nalogom.

U sporedne usluge ubrajaju se: čuvanje i upravljanje tražbinama iz financijskih instrumenata, uključujući poslove skrbništva i sličnih usluga; odobravanje kredita klijentu kako bi mu se omogućilo da realizira transakciju, kada brokersko društvo koje pribavlja kredit ujedno sudjeluje u realizaciji same transakcije, devizne usluge ako su u vezi s izvršenjem transakcije; savjetovanje u pogledu strukture kapitala, poslovne strategije i sličnih pitanja kao i pružanje usluga koje se odnose spajanje društava odnosno stjecanje dionica i poslovnih udjela u drugim društvima; financijska analiza i drugi oblici savjetovanja koji se odnose na transakcije s financijskim instrumentima, usluge povezane s pokroviteljstvom izdanja i sl.

Već na prvi pogled uočljivo je da je veći broj glavnih usluga obuhvaćen našim pravom, što nije slučaj s sporednim uslugama. U tom smislu trebalo bi uskladiti naše pravo sa smjernicom vodeći pri tom računa koji iznos temeljnog kapitala će se propisati za pojedinu uslugu.

Iako pitanje definicije vrijednosnog papira nije predmet ovog rada, i ovo će pitanje trebati uskladiti s novom smjernicom. Naime, Smjernica iz 2004. ne rabi više pojam «transferable securities» koji bi približno odgovarao pojmu (prenosivog) vrijednosnog papira, već pojam «financial instrument», koji osim prenosivog vrijednosnog papira obuhvaća još i instrumente tržišta novca (money market instruments), udjele u investicijskom fondu (units in collective investment undertakings), te različite izvedenice vrijednosnih papira ili novca opcije swapove, futures forward rate agreements kao i iste inačice robnih derivata koji se moraju namiriti u novcu ili se mogu namiriti u novcu na zahtjev jedne od stranaka.⁶²

6.3. Opća načela zaštite ulagatelja

6.3.1. Hrvatsko pravo

Ovlaštena društva, tj. banke i brokerska društva moraju pri obavljanju poslova s vrijednosnim papirima paziti na interese nalogodavca i pri izvršavanju poslova primjenjivati pažnju dobrog stručnjaka. To odgovara najvišem standardu pažnje koju treba primjenjivati u obveznim odnosima (čl.18.st.3. ZOO).

Podaci o nalogodavcima, o stanju i prometu na računima vrijednosnih papira nalogodavca, o poslovima koje obavljaju za nalogodavca, kao i drugi podaci za koje se sazna pri obavljanju poslova s vrijednosnim papirima za nalogodavca zaštićeni su kao poslovna tajna. Povjerljivost ovih podataka ne treba brkati s povlaštenim informacijama, obzirom da su

⁶² Vidi Annex I section C, str. 145/41

povlaštene informacije, one informacije koje nisu dostupne javnosti (o vrijednosnom papiru ili izdavatelju) a koje utječu na cijenu vrijednosnog papira. Njih izdavatelj treba što prije objaviti kako bi smanjio period u kojem su one dostupne samo nekim osobama i stoga podložne trgovanju, dok se povjerljive informacije nikad ne objavljuju.⁶³ Kako članovi uprave u svojstvu insidera moraju istodobno objelodanjivati povlaštene informacije, ali i čuvati poslovnu tajnu⁶⁴ društva, nije nemoguće da društvo neku informaciju proglasi poslovnom tajnom, a da se sa stajališta propisa o objelodanjivanju podataka ta ista informacija mora učiniti dostupna javnosti.

Dužnost čuvanja poslovne tajne o nalogodavcima, stanju i prometu na njihovim računima te o poslovima koji se za njihov račun obavljaju je na članovima uprave, nadzornog odbora ovlaštenog društva kao i na brokerima, investicijskim savjetnicima i ostalim zaposlenicima ovlaštenih društava. Postupci nadzora koji su izneseni na kraju ovog dijela rada upravo pokazuju da su društva najčešće u svoju korist ili u korist trećih osoba koristila navedene podatke i time kršila dužnost čuvanja poslovne tajne.⁶⁵

ZTVP je propisao pravila i o *načinu* oglašavanja brokerskih društava. Ovlašteno društvo može oglašavati primjenom klasičnih sredstava javnog priopćavanja ili putem “javno pristupačnih” elektroničkih medija. To dakle mogu biti i Internet stranice ovlaštenog društva. Prema mišljenju Komisije za vrijednosne papire⁶⁶ ovlašteno društvo ne smije oglašavati ponudu za obavljanje poslova s vrijednosnim papirima na oglasnim pločama izdavatelja odnosno slanjem oglasa izravno dioničarima izdavatelja (na njihove kućne adrese) niti u slučaju kada se radi o stjecanju vlastitih dionica izdavatelja. Prema čl.60.st.2. ZTVP sadržaj takvih oglasa ne može biti takav da dovodi u zabludu ulagatelje u pogledu prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira ili u pogledu rizika koji proizlaze iz samih vrijednosnih papira odnosno poslova s vrijednosnim papirima. Postoji i svojevrsna preventivna kontrola oglasa brokerskih društava od strane Komisije za vrijednosne papire obzirom da se oglasi moraju prije objavljivanja dostaviti Komisiji (čl.60.st.3. ZTVP), koja može zabraniti njihovo objavljivanje.

Ovlašteno društvo mora propisati opće uvjete ugovora o nalogu. To su zapravo opći uvjeti poslovanja brokerskog društva. Zakon se minimalno bavi sadržajem tih općih uvjeta. Oni moraju sadržavati međusobna prava i obveze ovlaštenog društva prema ulagatelju te opis rizika

⁶³ Ipak ne treba smetnuti s uma da kod izdavatelja ponekad može doći do paradoksalne situacije prema kojoj je primjerice član uprave ima divergentne obveze – s jedna strane da čuva poslovnu tajnu društva, a s druge strane da objavljuje povlaštene informacije. Moguća je situacija da neka povlaštena informacija ima značaj poslovne tajne, ali i opasnost da se neka povlaštena informacija upravo radi izbjegavanja dužnosti objavljivanja proglasi poslovnom tajnom. Neki njemački autori smatraju da se pojam povlaštenosti nikad ne konfundira s pojmom povjerljivosti. Opširnije ASSMANN, H. D. *Das neue deutsche Insiderrecht*, ZGR (3) 1994, str. 510.

⁶⁴ Cjeloviti prikaz instituta poslovne tajne, kako njezinog privatnopravnog tako i kaznenopravnog uređenja vidi: MILADIN, P. *Kritika zakonskog uređenja poslovne tajne*, Zbornik PFZ, 50 (3) 335-358 (2000).

⁶⁵ Vidi dio rada pod točkom 6.4.3.

⁶⁶ Mišljenje Komisije RH, Klasa 450-08/02-01/902, Ur.br. 567-03/02-3 od 19. prosinca 2000.

povezan s obavljanjem pojedinih poslova s vrijednosnim papirima. Ne traži se objava općih uvjeta već samo njihovo isticanje (uz cjenik) u poslovnom prostoru društva, i to na dostupnom i vidnom mjestu.

Prije sklapanja ugovora ovlašteno društvo ima obvezu informiranja ulagatelja o «svim okolnostima koje su potrebne radi donošenja odluke o kupnji, odnosno prodaji ili u pogledu drugih poslova s vrijednosnim papirima, a naročito dati točne informacije o ponudi, potražnji, prometu i kretanju cijena vrijednosnih papira» (čl.61.st.4. ZTVP) te ga upoznati s činjenicom je li ono član burze ili uređenoga javnog tržišta i središnje depozitarne agencije (čl.61.st.5. ZTVP). Kao što je vidljivo iz daljnjeg izlaganja ovaj propis u odnosu na propise europskog prava je u rudimentarnom obliku.

6.3.2. Europsko pravo

Opća obveza poštenog i savjesnog postupanja brokerskog društva u našem pravu korespondira s propisom iz čl.19.st.1. Smjernice prema kojoj brokerska društva moraju prilikom obavljanja usluga kod ulaganja u vrijednosne papire djelovati pošteno i profesionalno (honestly, fairly and professionally) te djelovati u najboljem interesu svojih klijenata (best interest of its clients).⁶⁷

Propisi o oglašavanju našeg prava također su *grosso modo* usklađeni s europskim obzirom da prema Smjernici iz 2004. svaka informacija koju prezentira brokersko društvo, uključujući i promidžbeni materijal, mora biti istinita jasna te ne smije dovesti u zabludu klijente ili potencijalne klijente (čl.19.st.2. Smjernice).

Međutim kada je riječ o informiranju klijenata ili potencijalnih klijenata o profilu samog društva, Smjernica iz 2004. zahtijeva veću transparentnost (čl.19.st.3. Smjernice). Na neki način se tim propisom definira minimalni sadržaj općih uvjeta poslovanja, koji u našem pravu nedostaje.⁶⁸ Ovlašteno društvo prema smjernici mora iscrpno (*in comprehensible form*) informirati svoje klijente, odnosno potencijalne klijente:

- o samom društvu te o uslugama koje društvo pruža,
- o vrijednosnim papirima (financial instruments) i predlaganoj strategiji ulaganja u vrijednosne papire uključujući upozorenje (guidance and warning) o rizicima⁶⁹ koji su povezani s

⁶⁷ Vidi čl.19.st.1. Smjernice op.cit., str. 145/17

⁶⁸ Drukčije je kod bankarskih ugovora s potrošačima, Vidi čl.173.ZB

⁶⁹ Tzv. *risk warnings* su potrebni u sljedećim situacijama: kada se financijskim instrumentom ne trguje na uređenom tržištu, kada je riječ o nelikvidnim financijskim instrumentima, kada je riječ o financijskim instrumentima visoke

tim instrumentima odnosno povezani s određenim strategijama investiranja

- o modalitetu izvršenja transakcija, te
- o troškovima i proviziji koje društvo zaračunava.⁷⁰

6.4. Poslovi s vrijednosnim papirima po nalogu

6.4.1. Hrvatsko pravo

a) Poštivanje redosljeda izvršavanja naloga

Najčešći i najjednostavniji posao s vrijednosnim papirima je nalog (za kupnju ili prodaju) upućen brokerskom društvu.⁷¹ Nalog se prema ZTVP-u može dati usmeno, u obliku elektroničkog zapisa ili u pisanom obliku. U nalogu je sadržano ovlaštenje društvu da u svoje ime, a za račun nalogodavca obavi određeni posao s vrijednosnim papirima.

Najčešće se javljaju «tržišni nalog» kojeg ovlašteno društvo izvršava u kratkom roku po tržišnim cijenama. Drugi je ograničeni ili limitiran nalog u kojem klijent sam određuje maksimalnu cijenu za kupnju ili maksimalnu cijenu za prodaju, a ovlašteno društvo nastoji izvršiti nalog po što povoljnijoj cijeni uzimajući u obzir ograničenja sadržana u nalogu. Do prihvata naloga dolazi upisom naloga u knjigu naloga (čl.62.st.2. ZTVP).

Za zaštitu ulagatelja, tj. nalogodavca najbitnije je da se nalozi izvršavaju redosljedom kojim su zaprimljeni, odnosno da se onemogući da nalozi drugih nalogodavatelja «idu preko reda». Zbog toga je ovlašteno društvo dužno voditi knjigu naloga u elektroničkom obliku u koju se obvezatno upisuje svaki nalog za kupnju i prodaju i to po kronološkom redosljedu. Redosljed izvršenja naloga određen je pripadajućim rednim brojem i cijenom. Ukoliko su dva ili više naloga identična u pogledu cijene, prvo se izvršava nalog s nižim rednim brojem. Ako je prethodni nalog samo djelomično izvršen preostali dio naloga zadržava redosljed u knjizi naloga. Na naložima u knjizi naloga upisuje se svaka izmjena, opoziv naloga te podaci o izvršenju naloga. Važno je i

volatilnosti u normalnim tržišnim uvjetima ili instrumentima koji uključuju u sebi valutni rizik. Vidi *The Committee of European Securities regulators: A European Regime of Investor Protection - The Harmonization of Conduct of Business Rules*, www.europefesco.org, CESR/01-014d, str. 44. (dalje: CESR Rules)

⁷⁰ U CESR Rules propisano je da društvo mora zaključiti ugovor s klijentom u pisanom obliku u kojem se propisuju prava i obveze stranaka ili se to čini u općim uvjetima poslovanja koji trebaju biti uručeni klijentu prije sklapanja ugovora. Isti predložak navodi obvezatne elemente ugovora (općih uvjeta poslovanja) u većem opsegu (a-m), koji bi mogao biti modelom za naše pravo. Vidi CESR Rules, ibid., str. 48. par.80. Isto tako se predlažu bitni sastojci naloga. Vidi ibid., str. 20, par.93.

⁷¹ Vidi MARTINOVIĆ, E. *Izvršenje naloga na parketu burze i uloga specijalista u održavanju poštenog i ipravnog tržišta*, Računovodstvo i financije br.5/1993. str.35

pravilo prema kojem samo nalog na kojemu je smanjena količina vrijednosnih papira zadržava isti broj naloga i redoslijed izvršenja. Svaka druga izmjena količine ili cijene predstavlja novi nalog, koji dobiva i novu kronologiju.

Ovlašteno društvo dužno je nalogodavcu na njegov zahtjev bez odgode uručiti ispis naloga iz knjige naloga. Podaci u knjizi naloga i nalogu ne smiju se razlikovati. Komisija je Pravilnikom o sadržaju i načinu vođenja knjige naloga⁷² uredila sadržaj knjige naloga i način njezina vođenja. Knjiga naloga treba biti zaštićena od izmjene unesenih podataka i mora se čuvati najmanje pet godina nakon isteka poslovne godine na koju se odnosi. Propisi o knjizi naloga usmjereni su dakle u prvom redu radi zaštite interesa ulagatelja.

b) Zaštita nalogodavčevih sredstava

Osim sigurnosti da će njegov nalog biti izvršen po redoslijedu kojim je zaprimljen nalogodavac uživa zaštitu i u pogledu novčanih sredstava koje je doznačio brokerskom društvu. Ta novčana sredstva brokersko društvo mora držati na odvojenom računu. Sredstva s računa nalogodavca za kupnju vrijednosnih papira mogu se koristiti samo prema njihovim nalogima, a sredstva ostvarena prodajom vrijednosnih papira mogu se doznačivati isključivo u korist računa nalogodavca.

Sredstva na računima nalogodavca nisu vlasništvo ovlaštenog društva, ne ulaze u njegovu imovinu ni u likvidacijsku ili stečajnu masu niti se mogu uporabiti za ovrhu u vezi s potraživanjem prema ovlaštenom društvu. Također ovlašteno društvo ne može se sredstvima s računa nalogodavca koristiti u svrhu asignacije, cesije ili kompenzacije. Izuzetak je kompenzacija sa samim nalogodavcem za kupnju novih vrijednosnih papira, ali uz uvjet da žiro račun nalogodavca nije u blokadi. Pozajmljivanje vrijednosnih papira moguće je samo na temelju pisanog odobrenja vlasnika (čl.65. ZTVP).

c) Zaštita pri izvršenju naloga

Nakon što je prihvaćen zahtjev nalogodavca broker unosi nalog u elektronički burzovni sustav Zagrebačke ili Varaždinske burze. Nakon stvaranja uvjeta na tržištu nalog se izvršava. Po ostvarenju naloga nalogodavcu se šalje izvještaj da je nalog izvršen. U izvješću (obračunu naloga) osim iznosa po kojem je realiziran nalog uobičajeno se nalaze podaci o proviziji ovlaštenog

⁷² NN 118/03.

društva, burze i Središnje depozitarne agencije, obzirom da se putem SDA obavlja obračun i namira.

Ako je ovlašteno društvo zaprimilo nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira koji su uvršteni u kotacije burze ili uređenog javnog tržišta, ovlašteno društvo dužno je odmah, bez odgode, izložiti ga na trgovinski sustav burze ili uređenog javnog tržišta, osim ako u nalogu rok za izlaganje nije izričito drugačije određeno. Prema mišljenju Komisije za vrijednosne papire⁷³ navedena odredba čl.66.st.6. ZTVP-a nalaže izlaganje naloga odmah i bez odgode kao pravilo, te samo iznimno, ako je rok izlaganja izričito drugačije određen, dopušta odgodu izlaganja naloga na trgovinski sustav burze, odnosno uređenog javnog tržišta. Stoga Komisija smatra da drukčiji rok nalogodavca mora biti precizno definiran (određen ili odrediv), odnosno da se ne može definirati «po procjeni nalogoprimca» i sličnim izrazima.

Ovlašteno društvo ne smije ni na koji drugi način osim izlaganja na trgovinskom sustavu spajati ili izvršavati naloge za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira. Prema mišljenju Komisije⁷⁴ poslove povezivanja ponude i potražnje vrijednosnih papira mogu, obavljati samo burze i uređena javna tržišta (čl.76. st.2. ZTVP). Stoga ovlaštena društva ne mogu trgovati dionicama onih dioničkih društava kod kojih je statutom propisano da je za prijenos potrebna suglasnost društva.

Ako je riječ o izvršavanju naloga za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira istoga izdavatelja, s istim uvjetima u pogledu cijene i vrste naloga, ovlašteno društvo može zajednički izložiti (trgovanje za zajednički račun) na trgovinskom sustavu burze ili uređenoga javnog tržišta, pod uvjetom da takvim izlaganjem u pogledu količine ne umanjuje mogućnost izvršenja naloga (čl.66.st.8. ZTVP). Ako su nalozi koji su zajedno izloženi izvršeni po istoj cijeni, a količina vrijednosnih papira nije bila dovoljna za izvršenje svih naloga ili su zajedno izloženi nalozi izvršeni po različitim cijenama, prvo se izvršava nalog onog nalogodavatelja prema prioritetu iz knjige naloga.

6.4.2. Europsko pravo

Poštivanje redoslijeda izvršenja naloga navodi i propis sadržan u čl.22. st.1.par.2 Smjernice prema kojem stoji da se nalozi moraju izvršavati prema redoslijedu kojem su zaprimljeni (*in accordance with the time of their reception by investment firm*).

Zaštita sredstava nalogodavca regulirana je Smjernicom u dijelu koji se odnosi na

⁷³ Klasa: 450-08/04-01/227, Ur.broj: 567-03/04-1 od 20. travnja 2004.

⁷⁴ Klasa: 450-08/02-01/680, Ur.broj: 567-03/02-3, od 19. rujana 2002.

organizacijska pitanja brokerskih društava. Prema čl.13.st.7. Smjernice brokersko društvo mora kada drži sredstva nalogodavca poduzeti odgovarajuće mjere kako bi očuvala vlasnička prava nalogodavca, posebno u slučaju insolventnosti brokerskog društva. Također ne smije koristiti nalogodavčeve financijske instrumente niti sredstva za vlastiti račun osim ako se klijent izričito suglasio.⁷⁵ Kao što je u uvodnom dijelu rada istaknuto, Smjernica o kompenzacijskim shemama za ulagatelje iz 1997. vrlo je važan oblik zaštite ulagateljevih sredstava, jer se kompenzacijske sheme mogu koristiti u situaciji kada brokersko društvo nije u mogućnosti ispuniti svoje financijske obveze prema ulagatelju, odnosno ako je sud donio odluku koja onemogućuje ulagatelja da zahtijeva isplatu prema brokerskom društvu. Ako je usluge pružala kreditna institucija tada se zaštita novčanih potraživanja može ostvarivati i primjenom tzv. *Deposit Guarantee Directive*,⁷⁶ ali se pravo na kompenzaciju ne može kumulirati. Minimalni iznos kompenzacije je ECU 20 000.⁷⁷ Države članice mogu propisati da nekim kategorijama ulagatelja (institucionalni investitori) ne pripada pravo na kompenzaciju ili im ne pripada u tom iznosu.⁷⁸

Obveze koje ima brokersko društvo prema svom klijentu u fazi izvršavanja naloga cjelovito su regulirane. Opća obveza ovlaštenog društva je da izvrši naloge pod uvjetima koji su za klijenta najpovoljniji (best possible results). Pri tom su relevantni kriteriji cijena transakcije, troškovi, brzina kojom je transakcija izvršena, vjerojatnost namire, veličina i priroda transakcije (čl.21.st.1.). Države članice moraju od ovlaštenih društava zahtijevati da uspostave tzv. order execution policy – politiku izvršavanja naloga i to za svaki financijski instrument posebno. Isto tako moraju o politici izvršavanja naloga prethodno informirati klijente i tražiti njihov pristanak na to. Poseban pristanak klijenta i njegovo prethodno informiranje je potrebno i ako brokersko društvo u svojoj politici izvršavanja naloga predviđa mogućnost njegova izvršenja i izvan uređenog tržišta uz (netransparentno trgovanje). Propisima tzv. drugog nivoa riješit će se pitanje vrednovanja (ponderiranja) različitih kriterija koji će se uzimati u obzir pri procjeni je li neko društvo provelo nalog na najpogodniji način (čl.21.st. 6.a i b).

Ako se usluga izvršava putem drugog društva – agenta (tied agents) prvo društvo ostaje u potpunosti odgovorno, pri čemu angažirano društvo mora istaknuti svoje svojstvo agenta (čl.23.st.2.) Poseban položaj imaju nalozi koji se izvršavaju s *eligible counterparties* (čl.24.) To su osim brokerskih društava, banke, osiguravajuća društva, investicijski fondovi, mirovinski fondovi kao i

⁷⁵ Vidi Smjernicu čl.13.st.7. str. 145/14

⁷⁶ *Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes*, OJ L 135 , 31/05/1994 P. 0005 – 0014

⁷⁷ Interesantno je da su u američkom pravu ulagateljeva sredstva osigurana do iznosa 500 000 USD po računu ulagatelja kojeg on drži kod brokerskog društva (investment firm) za slučaj prijevare ili insolventnosti. Gubici koji proizlaze iz promjena cijena vrijednosnih papira na tržištu nisu pokriveni Tzv. *Securities Investor Protection Insurance Corporation*. Vidi поближе BENSTON, J.G. *op.cit.*, str. 282

⁷⁸ Smjernica je usmjerena na zaštitu malih ulagatelja, Vidi o tome WELCH, J. *op.cit.*, str. 106-107.

društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima. Brokerska društva mogu izvršavati transakcije s tim subjektima bez obveza koje vrijede pri pružanju usluga ostalim ulagateljima (prethodno informiranje o profilu klijenta, evaluacija njegove financijske situacije investicijskih ciljeva i sl.) jer se smatra da su *eligible counterparties* u dovoljnoj mjeri profesionalni. Ipak i ti subjekti mogu zahtijevati da ih društva tretiraju kao sve ostale klijente.

Ovaj dio smjernice zahtijevat će temeljitu reviziju domaćih propisa. Iako se kriterij izvršavanja naloga po načelu «best possible results» uvijek može izvesti iz opće obveze društva da u svemu pazi na interese nalogodavca, smjernica ide dalje od toga, obzirom da daje kriterije temeljem kojih će se utvrditi da li je brokersko društvo ispunilo tu obvezu. Stoga je poželjno i u našem pravu konkretizirati te kriterije. Politika izvršavanja naloga je također nešto o čemu će se države članice morati pozabaviti u implementaciji, jer je to dio autonomne regulative koju će morati izraditi svako brokersko društvo. Konačno naše pravo uopće ne dotiče situaciju kada se nalog izvršava posredstvom drugog društva, niti traži da to društvo istakne da djeluje u svojstvu agenta za neko drugo društvo. Pri izradi takvih pravila postupanja trebalo bi voditi računa da se institucionalni investitori mogu odreći zaštite koju bi ta pravila kreirala.

5.4.3. Neki postupci nadzora protiv brokerskih društava u RH

U Godišnjem izvješću za 2003. Komisije za vrijednosne papire⁷⁹ opisani su neki postupci nadzora brokerska društva koji su poslujući povrijedili prava ulagatelja.

U predmetu Interfinance d.o.o. Zagreb, Komisija je provela postupak nadzora u kojem je utvrdila da je ovlašteno društvo dana 25. studenoga 2002. omogućilo trećima korištenje podataka koji predstavljaju poslovnu tajnu na način da su za svoje portfeljaše istoga dana kupovali 4823 dionice po cijeni od 136,00 kn znajući da će biti dan nalog određenog nalogodavca za kupnju istih dionica po cijeni od 145,00 kn za jednu dionicu. Na taj način je društvo pribavilo trećima tj. svojim portfeljašima imovinsku korist u iznosu od 43.407,00 kn. Brokersko društvo je na taj način povrijedilo dužnost čuvanja poslovne tajne iz čl.59.st.2. ZITVP-a.

U istom predmetu utvrđeno je i da ovlašten broker nije pazio na interese nalogodavca jer je istog dana na Varaždinskoj burzi za svog nalogodavca prodao 1345 dionica po cijeni od 137,00 kn za jednu dionicu znajući da će biti dan nalog za kupnju istih dionica istog dana po cijeni od 145,00 kn. U ovoj transakciji kupac dionice je bila baka ovlaštenog brokera društva. Predmetne dionice je broker društva istoga dana kasnije prodao drugom društvu te je na taj način oštetio svojeg klijenta za 10.760,00 kn i za isti iznos omogućio stjecanje imovinske koristi za svoju baku.

⁷⁹ www.crosec.hr

U predmetu National d.d. Zagreb, Komisija je utvrdila da je društvo neovlašteno koristilo sredstva nalogodavca na način da je sredstva doznačena na posebni račun prebacivao na račun društva (za redovno poslovanje) s kojim sredstvima je podmirivao dospjele obveze. Time je brokersko društvo prekršilo obvezu iz čl.64. ZTVP-a prema kojoj je ono dužno držati novčana sredstva koja mu doznače nalogodavci na odvojenim računima i ta sredstva mogu koristiti samo za izvršenje naloga nalogodavca. S druge strane, dospjele a nepodmirene obveze društva prema klijentima s osnove trgovanja vrijednosnim papirima brokersko društvo na opetovano traženje klijenata nije isplatilo. Također je brokersko društvo uzimalo u zajam vrijednosne papire bez pisanog odobrenja vlasnika tih vrijednosnih papira, što je protivno čl.65. ZTVP-a. Komisija je društvu oduzela upravljanje svim vlasničkim pozicijama računa vrijednosnih papira kod SDA, te oduzela društvu dozvolu za obavljanje svih poslova s vrijednosnim papirima i brisala ga iz registra, a istu mjeru je provela i u odnosu na ovlaštenog brokera.

U predmetu Credos, d.o.o. Zagreb, Komisija je utvrdila da ovlašteno društvo nije pazilo na interese nalogodavca u skladu s odredbama čl.59. ZTVP-a, jer nije odmah, bez odgode izložilo na trgovinski sustav burze nalog za prodaju dionica Dalmatinske banke, d.d. koje su uvrštene u kotaciju Zagrebačke i Varaždinske burze. Dalje, ovlašteno društvo nije pazilo na interese nalogodavca jer je u razdoblju od 3. do 11. veljače 2003. prodalo na Zagrebačkoj burzi 4096 dionica po cijeni od 150,00 do 160,00 kn za jednu dionicu, dok su u istom razdoblju na Varaždinskoj burzi prodali 920 dionica po cijeni od 125,00 do 132,00 kn za jednu dionicu i to svom brokeru i osobama za koje ovlašteno društvo vodi portfelj, čime su oštetili nalogodavca za najmanje 23.400,00 kn. Naime, broker ovlaštenog društva je prilikom izvršenja navedenog naloga iskoristio podatke iz naloga koji predstavljaju poslovnu tajnu jer je istoga dana na zagrebačkoj burzi u 11:08 sati prodao 100 dionica po cijeni od 150,00 kn dok je u 13:13 sati na Varaždinskoj burzi prodao 120 dionica po jediničnoj cijeni od 125,00 kn (pri čemu se sam pojavio kao kupac), a potom je sljedećeg dana u 11:19 prodao svoje dionice po cijeni od 150,00 kn za jednu dionicu, čime je ostvario materijalnu korist a da istodobno nije pazio na interese nalogodavca odnosno nije postupao s pažnjom dobrog stručnjaka. Komisija je ovlaštenom brokeru oduzela dozvolu za obavljanje poslova brokera i brisala ga iz registra.

Iz prikaza ovih postupaka nadzora vidljivo je da je pitanje zaštite interesa ulagatelja pri transakcijama što su ih ulagatelji sklopili s brokerskim društvima itekako aktualno. Opisane povrede odnose se kako na nalogodavateljeve financijske interese (sredstva nalogodavca društvo ne može za sebe koristiti) kao i na ponašanje brokerskog društva pri izvršavanju naloga. Pri tom su se povrede sastojale u povredi dužnosti čuvanja poslovne tajne, radi pribavljanja koristi sebi ili drugim osobama (portfeljašima ili samim brokerima). Time su društva prekršila obvezu da paze u

svemu na interese nalogodavca i povrijedila dužnost čuvanja poslovne tajne. Također je prisutna odgođeno izlaganje naloga na trgovinski sustav burze, što je suprotno obvezama brokerskog društva prema nalogodavatelju.

6.5. Zaštita ulagatelja kod ostalih poslova s vrijednosnim papirima – skrbništvo i upravljanje portfeljem

6.5.1. Hrvatsko pravo

Propisi ZTVP-a kojima se uređuje ugovor o skrbništvu nad vrijednosnim papirima⁸⁰ također sadrže određene odredbe koje imaju za cilj zaštitu ulagatelja. Poslove skrbništva obavljaju samo banke (čl.69.st.2. ZTVP). Kako skrbnik mora kod središnje depozitarne agencije otvoriti skrbnički račun dematerijaliziranih vrijednosnih papira, za nalogodavatelja je važno da skrbnik može raspolagati tim vrijednosnim papirima samo po nalogodavčevu nalogu (čl.70.st.2. ZTVP). U odnosu na skrbnike vrijede ona ista pravila o očuvanju integriteta nalogodavčevih sredstava jer se ona moraju odvojeno držati, a također se na nalogodavčevim sredstvima ne može provoditi ovrha potraživanja prema skrbniku niti ta sredstva mogu ući u skrbnikovu stečajnu, odnosno likvidacijsku masu (čl.69.st.3. ZTVP).

Što se tiče zaštite drugih interesa nalogodavatelja, valja istaći da se skrbnička knjiga vodi na isti način kao i knjiga naloga, da skrbnik mora bez odgode obavještavati nalogodavca o svakom poslu sklopljenom prema njegovu nalogu i kada to nalogodavac posebno ne zahtijeva (čl.72.st.3 i 5. ZTVP). Odredba prema kojoj skrbnik ne može ugovorom o skrbništvu ograničiti svoju odgovornost za štetu, važno je ograničenje dispozitivnosti u odnosu na propise obveznog prava, a da njegova odgovornost za neuredno izvršenje ugovora podrazumijeva i odgovornost za izmaklu dobit (čl.70.st.5. ZTVP) proizlazi i iz propisa općeg obveznog prava.

Kod upravljanja portfeljem vrijednosnih papira⁸¹ za račun nalogodavca, nalogodavcu pripadaju sva prava koje vrijede pri trgovanju vrijednosnim papirima po nalogu nalogodavca u svoje ime i za račun nalogodavca (čl.75. ZTVP). Kod upravljanja portfeljem ovlašteno društvo smije ulagati nalogodavčeva sredstva samo u vrijednosne papire kojima se trguje na burzi ili

⁸⁰ Više o samom poslu skrbništva posebno u međunarodnom kontekstu vidi: *Bankarski ugovori o skrbništvu nad vrijednosnim papirima*, Pravo u gospodarstvu, vol 38, br.5. 1999, str. 849.

⁸¹ Više o upravljanju portfeljem, njegovoj optimizaciji sa stajališta rizika vidi: PROHASKA, Z. *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest 1999, str. 165 i dalje. Autor navodi sljedeće rizike: rizik od promjene kamatnih stopa, neplaćanja, promjene kupovne moći (uslijed inflacije), rizik likvidnosti, tržišni rizik itd. O riziku nelikvidnosti kao glavnom riziku na hrvatskom tržištu vrijednosnih papira vidi: BARAC, Z. / LATKOVIĆ, M. *Kako riješiti problem odabira portfelja na hrvatskom tržištu dionica*, Zbornik radova Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji, Ekonomski institut Zagreb 1999, str. 38.

uređenom javnom tržištu vrijednosnih papira Republike Hrvatske ili na burzi država članica Europske unije, država članica OECD-a, te u vrijednosne papire koje su izdale Republika Hrvatska ili Hrvatska narodna banka. Kada ovlašteno društvo upravlja portfeljem vrijednosnih papira u svoje ime, a za račun nalogodavaca, tada mora kod središnje depozitarne agencije držati vrijednosne papire na računu nalogodavca, odnosno odvojeno od svoje imovine. Na ovaj ugovor supsidijarno se primjenjuju odredbe zakona koje se odnose na trgovanje vrijednosnim papirima u svoje ime i za račun nalogodavca.

6.5.2. Europsko pravo

Smjernica iz 2004. ne bavi se posebno zaštitom ulagatelja kod poslova skrbništva obzirom da tu uslugu svrstava u sporedne usluge.

Smjernica iz 2004. se posebno bavi obvezama brokerskih društava u odnosu na klijente kada je usluga koju pruža društvo, investicijsko savjetovanje ili upravljanje portfeljem (čl.19.st.4. Smjernice). U tim slučajevima brokersko društvo treba prije pružanja same usluge pribaviti od klijenta neophodne informacije kako bi utvrdio stupanj klijentovog znanja i iskustva u poslovima ulaganja u određenu vrstu financijskog instrumenta. Također treba utvrditi klijentovu financijsku situaciju kao i identificirati njegove investicijske ciljeve, kako bi društvo bilo u stanju preporučiti vrstu usluge i instrument koji su za njega prikladni (suitable for him). Utvrđivanje financijske situacije je element koji je potreban samo kod tih dviju usluga, dok je kod ostalih dovoljno, da se brokersko društvo informira o znanju i iskustvu klijenta (čl.19.st.5.) U slučaju da brokersko društvo na temelju informacije koju je dobio od klijenta zaključi da instrument ili usluga nisu prikladni za tog klijenta, brokersko društvo mora upozoriti o tome klijenta. Ako s druge strane, klijent uskrati informaciju o svom znanju i iskustvu ili je ta informacija nedovoljna da bi brokersko društvo moglo odrediti koji oblik ulaganja je za klijenta prikladan, brokersko društvo je dužno upozoriti klijenta da na temelju tih informacija nije u stanju odrediti koji je proizvod ili usluga za njega prikladan (čl.19.st.5. Smjernice).

Usporedbom ovih propisa s propisima hrvatskog prava uočavamo da je zaštita ulagatelja kod upravljanja portfeljom u našem pravu više mehanička i da se zasniva na ideji da pri ulaganju u vrijednosne papire isključe *per se* vrijednosni papiri visoke rizičnosti.⁸² Za razliku, prema Smjernici

⁸² Iz ovog propisa se vidi da je zakonodavac odabrao restriktivniji pristup. Vidi: LATKOVIĆ, M. *Mirovinska reforma i investicijsko savjetovanje*, Ekonomist, 10/2001, str. 38. koji navodi da je kontrola raznih rizika portfelja moguća na dva načina: postavljanje restrikcija pri ulaganju kako bi se eliminirale prerizične vrijednosnice te liberalniji pristup koji dozvoljava veće ulaganje u rizičnije vrijednosne papire ali uz sustavno provođenje mjera upravljanja rizikom čitavog portfelja.

iz 2004. zaštita ulagatelja se zasniva na ideji *know your customer*. Stoga se najprije utvrđuju klijentovi investicijski ciljevi, znanje i iskustvo te financijske mogućnosti kako brokerska društva ne bi bila kasnije izložena sporovima u kojima će ih klijenti teretiti za neprikladnost pružene investicijske usluge.

7. ZAKLJUČAK

Modernom tržištu financijskih usluga svojstveno je postupno nestajanje razlika između investicijskog bankarstva i usluga brokerskih usluga, što je uvjetovano konceptom univerzalnog bankarstva, delokalizacijom financijskih usluga zbog njihova obavljanja elektroničkim putem te činjenicom da se usluge pri ulaganju u vrijednosne papire obavljaju na globalnoj osnovi i uz iste rizike. U europskom pravu koje uređuje pružanje usluga brokerskih društava, do donošenja Smjernice o tržištima financijskih instrumenata iz 2004., nisu bila harmonizirana pravila postupanja brokerskih društava prema njihovim klijentima iako je čl.11. ranije Smjernice iz 1993. postavio načela za njihovu izradu na nacionalnom nivou. Međutim zbog velikih razlika u implementaciji, brokerska su društva bila u mogućnosti birati regulatorni režim države članice koji je za njih najpovoljniji, tj. koji im nameće najmanje obveza u postupanju prema klijentima. Pri tom su brokerska društva ipak morala voditi računa o tome da svoje ponašanje usklade i s pravilima postupanja drugih država članica, ako su usluge bile nuđene na prekograničnoj osnovi, što je katkad bilo nepraktično i za njih nepovoljno. Sudska praksa Europskog suda, posebice u predmetu *Alpine Investment* nije sankcionirala ponašanje nacionalnih zakonodavaca koji su s pozivom na «opće dobro» ograničavali slobodu pružanja financijskih usluga (brokerskih društava) ako su se ta ograničenja primjenjivala na sve učesnike tog financijskog tržišta.

Nova Smjernica o tržištima financijskih instrumenata iz 2004., unijela je više reda u ovu materiju. Postavila je čvršće osnove harmonizacije pravila postupanja prema klijentima brokerskih društava u čl.19-24. Pritom je otvorena mogućnost da se prema tzv. profesionalnim klijentima ne primjenjuju ta pravila. Ujedno su dane osnove razgraničenja između profesionalnih klijenata i onih koji to nisu. Uvedena je mogućnost da profesionalni klijenti zahtijevaju da se prema njima postupi kao prema klijentima neprofesionalcima, kao i obrnuto – da se klijenti neprofesionalci odreknu te zaštite, ali pod određenim uvjetima i u posebnom postupku. U usporedbi s novim kriterijima zaštite sadržanima u Smjernici iz 2004. propisi našeg prava o zaštiti ulagatelja u ugovorima temeljem naloga s brokerskim društvima doimaju se vrlo šturima i rudimentarnima, posebice kada je u pitanju postupanje brokerskog društva prije zaključenja ugovora. Dok je sadržaj općih uvjeta poslovanja reguliran novom smjernicom, ali i niz konkretnih radnji koje treba

brokersko društvo obaviti prije prihvata da izvrši zahtijevanu uslugu, u nas niti nema propisa o minimumu sadržaja općih uvjeta poslovanja kojim bi se omogućila informiranost korisnika usluge. Također nema niti propisa temeljem kojih je brokersko društvo dužno informirati se o profilu korisnika usluge kako bi ono utvrdilo kakav oblik ulaganja je prikaldan za određenog klijenta (know your customer). Izradom pravila postupanja brokerskih društava prema nalogodavcima kada pružaju usluge pri ulaganju u vrijednosne papire, u cilju povećanja transparentnosti i boljeg informiranja obiju ugovornih strana mogla bi se na temelju svojih zakonskih ovlasti pozabaviti Komisija za vrijednosne papire. U fazi izvršavanja naloga trebalo bi utvrditi obvezu društva da nalog izvršava po *best result* standardu te utvrditi elemente tog standarda i njihove pondere. U pogledu zaštite financijskih sredstava nalogodavaca, u našem pravu nedostaje važan element, a to je postojanje kompenzacijskih shema za ulagatelje, koje postoje u drugim državama članicama temeljem Smjernice o kompenzacijskim shemama za ulagatelje iz 1997. Naime prema istoimenoj smjernici nalogodavac koji ne bude isplaćen od strane brokerskog društva ima pravo pod određenim pretpostavkama, zahtijevati isplatu dužnog iznosa do visine od 20000 ECU. Taj institut ima sličan učinak kao i osiguranje štednih uloga građana i može postati vrlo značajnim poticajem ulaganja u vrijednosne papire.

Pri izradi pravila postupanja poželjno bi bilo diferencirati ta pravila obzirom na to radi li se o klijentu profesionalcu ili ne. Naime, opseg zaštite koju pruža hrvatsko potrošačko zaštitno zakonodavstvo ograničava se mahom na zaštitu od nepoštenih odredbi ugovora, jer se neki drugi oblici zaštite prema ZZP-u ne primjenjuju na ugovore koji za predmet imaju vrijednosne papire ili na ugovore koji imaju za predmet financijske usluge (sklapanje ugovora na daljinu i izvan poslovnih prostorija trgovca). Kako se brokerske usluge u pretežnom dijelu odvijaju elektroničkim putem odnosno tzv. sredstvima komunikacije na daljinu, prijeko je potrebno što prije implementirati Smjernicu o marketingu financijskih usluga na daljinu, kako bi se ta pravna praznina uklonila. Ona pruža visok stupanj zaštite od neželjenih usluga a u nekim situacijama omogućava opoziv prihvata ponude financijske usluge.