

*MIRJANA RADOVIĆ*

## **NEOPHODNOST I CILJEVI POSEBNOG PRAVNOG UREĐENJA SUKOBA INTERESA NA TRŽIŠTU KAPITALA**

### **UVOD**

Profesionalne pružaoce investicionih usluga po pravilu tereti dužnost postupanja u interesu klijenata (tzv. dužnost lojalnosti).<sup>1</sup> Pored toga, iz njihovih ugovornih odnosa često proizlazi sloboda odlučivanja o postupanju koje je u najboljem interesu klijenta kao saugovarača. Otuda, profesionalni pružaoci investicionih usluga dolaze u situaciju sukoba interesa, uvek kada se prilikom doноšenja odluke o postupanju u interesu klijenta uredno ispunjenje dužnosti lojalnosti prema tom licu kosi sa njihovim ličnim interesom ili sa dužnošću postupanja u interesu nekog drugog klijenta.<sup>2</sup> Imajući u vidu savremenu tendenciju

---

Mr Mirjana Radović, asistent Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu. Rad se nadovezuje na članak objavljen pod nazivom: Mirjana Marković, »Problem sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata«, *Pravo i privreda*, br. 5–8/2009, str. 557–578.

<sup>1</sup> Jill I. Gross, »Securities Analysts' Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?«, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2002, No. 3, 2002, str. 636.

<sup>2</sup> Uporedi: Christopher M. Gorman, »Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?«, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 9, 2004, str. 480; Marc Kruithof, *Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?*, Financial Law Institute, Working Paper Series, 2005–07, 2005, dostupno na adresi: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=871178](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=871178), 24.3.2009., str. 2; Christoph Kumpan, Patrick C. Leyens, »Conflicts of Interest

stvaranja finansijskih konglomerata, koji obavljaju brojne, raznovrsne funkcije na tržištu kapitala,<sup>3</sup> jasno je da sukobi višestrukih interesa koji odatle proizlaze predstavljaju neizbežnu prateću pojavu obavljanja investicione delatnosti na današnjim tržištima kapitala.<sup>4</sup>

Iako sukobe interesa treba posmatrati kao uobičajenu i normalnu posledicu pružanja usluga sa obavezom postupanja u interesu klijenta, njihova rasprostranjenost na tržištu kapitala izaziva ozbiljne probleme. Ovi problemi prvenstveno proističu iz informacione asimetrije između profesionalnog pružaoca investicionih usluga i njegovih klijenata,<sup>5</sup> kako *ex ante*, u pogledu postojanja situacije sukoba interesa, tako i *ex post*, u pogledu njene zloupotrebe na štetu klijenta.<sup>6</sup> Navedena problematika ugrožava poverenje investitora ne samo u pojedinog pružaoca usluga, već i u funkcionisanje čitavog tržišta.<sup>7</sup> Sledstveno tome, ne-rešavanje problema sukoba interesa u krajnjem ishodu može da izazove negativne posledice po efikasnost i integritet tržišta kapitala jedne zemlje.<sup>8</sup> Upravo iz tih razloga se zakonodavci u svim pravnim sistemima suočavaju sa pitanjima da li, u

of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation», *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, 2008, str. 84; Norman S. Poser, »Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.«, *Michigan Yearbook of International Legal Studies*, Vol. 9, 1988, str. 94; Nebojša Jovanović, Berzansko pravo, Beograd, 2009, str. 136.

<sup>3</sup> C. Kumpan, P. C. Leyens, nav. članak, str. 80; C. M. Gorman, nav. članak, str. 481; M. Kruithof, nav. rad, str. 14; N. S. Poser, nav. članak, str. 94; Vladimir Vračarić, »Sukob interesa u investicionom bankarstvu i njegovo regulisanje«, *Pravo i privreda*, br. 5–8/2008, str. 818 fn. 5.

<sup>4</sup> Ingo Walter, *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms*, 2003, dostupno na adresi: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1297774](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297774), 24.3.2009., str. 1.

<sup>5</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 7; C. Kumpan, P. C. Leyens, nav. članak, str. 80; o problemu informacione asimetrije u kontekstu sukoba interesa v.: Joo A. C. Santos, *Commercial Banks in the Securities Business: A Review*, Bank for International Settlements, Working Papers No. 56, Basle, 1998, dostupno na adresi: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8029](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8029), 24.3.2009., str. 10.

<sup>6</sup> Uporedi: Andrew Crockett, Trevor Harris, Frederic S. Mishkin, Eugene N. White, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the World Economy 5, International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, 2003, str. 5.

<sup>7</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 9; Luca Enriques, *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, 2005, dostupno na adresi: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=782828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=782828), 24.3.2009., str. 4; Harry McVea, »Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma«, *Northern Ireland Legal Quarterly*, Vol. 47, No. 3, 1996, str. 250.

<sup>8</sup> A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, nav. delo, str. xix i 2; H. McVea, nav. članak, str. 241; M. Kruithof, nav. rad, str. 21 i 22.

kojoj meri i na koji način treba usvojiti posebno pravno uređenje sukoba interesa na tržištu kapitala.

S obzirom na činjenicu da brokersko-dilersko društvo predstavlja karakterističnog profesionalnog pružaoca investicionih usluga, koji može da obavlja najširi broj funkcija na tržištu, kao i činjenicu da u srpskom pravu posebno pravno uređenje sukoba interesa postoji samo za brokersko-dilerska društva, a ne i za ostale pružaoce usluga, u ovom radu će se izraz »brokersko-dilersko društvo« koristiti tako da označava bilo kog profesionalnog pružaoca investicionih usluga.

## NEADEKVATNOST TRŽIŠNIH MEHANIZAMA ZA REŠAVANJE PROBLEMA SUKOBA INTERESA

U prošlosti se smatralo da tržišni mehanizmi mogu da reše problem sukoba interesa, bez potrebe za posebnom zakonodavnom intervencijom.<sup>9</sup> Ovo uverenje je počivalo na klasičnom shvatanju problema sukoba interesa, na osnovu koga bi klijenti »sankcionisali« nelojalno brokersko-dilersko društvo tako što bi odlazili kod drugog pružaoca investicionih usluga koji poštije dužnost postupanja u njihovom interesu.<sup>10</sup> Neophodan uslov za funkcionisanje opisanog tržišnog mehanizma za rešavanje problema sukoba interesa se ogleda u postojanju konkurenциje na tržištu profesionalnih pružalaca investicionih usluga.<sup>11</sup> Takav uslov je sasvim logičan, budući da klijenti mogu da napuste nelojalno brokersko-dilersko društvo odlazeći kod drugog, lojalnog društva, samo pod prepostavkom da na tržištu posluje više pružalaca usluga između kojih klijenti mogu slobodno da biraju.<sup>12</sup>

<sup>9</sup> Luc Thévenoz, Rashid Bahar (eds.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Market*, Kluwer Law International BV, 2006, str. 12; H. McVea, nav. članak, str. 249; M. Kruithof, nav. rad, str. 6 i 7.

<sup>10</sup> Tržište može da kontroliše sukobe interesa, zbog velikog značaja reputacije finansijskih firmi. V.: A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, nav. delo, str. xix; M. Kruithof, nav. rad, str. 6.

<sup>11</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 13 i 14; uporedi: H. McVea, nav. članak, str. 249.

<sup>12</sup> Postoji i suprotno mišljenje, po kome odnos između agenta (brokersko-dilerskog društva) i principala (klijenta) funkcioniše po principu »jednom zauvek« (engl. *once-and-for-all contract*). Prema tome, klijent se teško odlučuje na promenu pružaoca usluga, zbog čega konkurenca na tržištu ima vrlo ograničen značaj. V.: M. Kruithof, nav. rad, str. 9.

Shvatanje o adekvatnosti tržišnih mehanizama u borbi protiv sukoba interesa je prisutno i u današnjoj teoriji. Međutim, savremeni autori realnije posmatraju problem sukoba interesa, pa konkurenčiji na tržištu kao dovoljnog uslovu za rešavanje ovog problema pridaju ograničen značaj. Otuda, pojedini autori veruju da konkurenčija između pružalaca usluga može da bude adekvatno polazište za rešavanje samo nekih slučajeva sukoba interesa.<sup>13</sup> Primera radi, praksa kod koje brokersko-dilersko društvo učestalo obavlja transakcije za račun klijenta isključivo u cilju naplate provizije (engl. *churning*) izaziva dodatne troškove za klijenta, zbog čega je on podstaknut da napusti ovo društvo i ode kod drugog pružaoca usluga, koji ne postupa na opisani način i stoga jeftinije pruža usluge.<sup>14</sup>

Izvan eventualnih pojedinih slučajeva sukoba interesa, kod kojih je konkurenčija između profesionalnih pružalaca investicionih usluga dovoljna da reši problem, tržišni mehanizmi najčešće nisu adekvatni da sami regulišu situacije sukoba interesa. Razlog za ovakav zaključak se sastoji u činjenici da tržišni mehanizmi u slučaju sukoba interesa ne funkcionišu pravilno zbog asimetričnih informacija koje postoje između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata.<sup>15</sup> Prema tome, učesnici na tržištu kapitala se u situaciji sukoba interesa ne poнашaju u potpunosti u skladu sa ekonomskim očekivanjima, budući da ne poseduju potpune informacije od značaja za donošenje odluka.<sup>16</sup> Iz istih razloga se ne može očekivati ni da će brokersko-dilersko društvo poštovati dužnost lojalnosti prema klijentima u nastojanju da očuva svoj ugled na tržištu.<sup>17</sup> S obzirom na teškoće u otkrivanju i sankcionisanju sukoba interesa, ovo društvo nema dovoljnu snažan motiv koji bi ga podslućao na postupanje u interesu klijenata. Na osnovu izloženih argumenata se zaključuje da tržišni mehanizmi nisu adekvatni za rešavanje problema sukoba interesa, zbog čega postoji naglašena potreba za korišćenjem odgovarajućih pravnih mehanizama u ovoj oblasti.<sup>18</sup>

---

<sup>13</sup> H. McVea, nav. članak, str. 249; L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 13.

<sup>14</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 13.

<sup>15</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 7 i 10. Asimetrične informacije su glavni uzrok neefikasnog funkcionisanja finansijskog sistema. V.: A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, nav. delo, str. 2.

<sup>16</sup> Klijentima je teško da procene kvalitet usluge, ne samo unapred, već i naknadno. V.: H. McVea, nav. članak, str. 249.

<sup>17</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 8; suprotno: L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 12; uporedi: Robert Cooter, Bradley J. Freedman, »The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences«, *New York University Law Review*, Vol. 66, Issue 4, October 1991, str. 1073.

<sup>18</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 4.

## NEDOVOLJNOST OPŠTIH PRAVNIH MEHANIZAMA ZA REŠAVANJE PROBLEMA SUKOBA INTERESA

### *Gradanskopravni mehanizmi*

Postavlja se pitanje da li je za rešavanje problema sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata dovoljno korišćenje opštih građanskopravnih mehanizama, koji se inače primenjuju na situacije kršenja dužnosti lojalnosti. U tom pogledu se razlikuju građanskopravni mehanizmi u kontinentalnim i anglosaksonskim pravnim sistemima.

a) U zemljama kontinentalnih pravnih sistema kršenje dužnosti lojalnosti označava povredu ugovorne obaveze, te ima za posledicu ugovornu odgovornost pružaoca investicionih usluga prema klijentu.<sup>19</sup> Sledstveno tome, brokersko-dilersko društvo mora da naknadi štetu (pozitivan ugovorni interes) koja je klijentu prouzrokovana kršenjem ove obaveze.<sup>20</sup> Prema opštim pravilima, klijent može da ostvari zahtev za naknadu štete samo ako dokaže povredu dužnosti lojalnosti, štetu i uzročnu vezu između povrede obaveze i štete.<sup>21</sup> U slučaju da je brokersko-dilersko društvo povredilo dužnost postupanja u interesu klijenta, ali iz toga nije proizašla konkretna šteta za klijenta, u kontinentalnim pravnim sistemima ne postoji opšti osnov za građanskopravnu odgovornost ovog društva. Pored obaveze naknade štete, kontinentalni pravni sistemi daju mogućnost klijentu da raskine ugovor sa pružaocem usluga zbog neispunjerenja dužnosti lojalnosti, koja proizlazi iz tog ugovora.<sup>22</sup> Pri tom, klijent ima pravo na raskid ugovora bez obzira na to da li se kršenje dužnosti postupanja u interesu klijenta kvalificuje kao bitna povreda ugovora.

b) U anglosaksonskim zemljama dužnost lojalnosti proizlazi iz fiducijskog odnosa između profesionalnog pružaoca investicionih usluga i klijenta, koji može ali ne mora da bude zasnovan na ugovoru.<sup>23</sup> S obzirom na to da između brokers-

---

<sup>19</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 3.

<sup>20</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 24.

<sup>21</sup> Uporedi: L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 3. Krivica kao osnov ugovorne odgovornosti se ne zahteva u svim pravnim sistemima. Na primer, u Srbiji ugovorna odgovornost za neizvršenje obaveze načelno postoji bez obzira na krivicu, dok u Nemačkoj ugovorna strana odgovara za kršenje ugovorne obaveze samo ako je kriva. V.: Zakon o obligacionim odnosima, čl. 263 u vezi sa čl. 262 st. 2; nemački Građanski zakonik (*Bürgerliches Gesetzbuch*, skr. BGB), § 280.

<sup>22</sup> V.: Zakon o obligacionim odnosima, čl. 124; nemački Građanski zakonik, § 323(1).

<sup>23</sup> Deborah A. DeMott, »Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation«, *Duke Law Journal*, Vol. 1988, Issue 5, November 1988, str. 882; L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 3; R. Cooter, B. J. Freedman, nav. članak, str. 1053; Tamar Frankel, »Fiduciary Duties as Default Rules«, *Oregon Law Review*, Vol. 74, Issue 4, 1995, str. 1228; M. Kruithof, nav. rad, str.

ko-dilerskog društva i klijenta po pravilu postoji ugovorni odnos koji ustanovljava dužnost lojalnosti, kršenje ove dužnosti izaziva i ugovornu odgovornost za štetu.<sup>24</sup> Međutim, u situaciji kada povreda dužnosti lojalnosti ne prouzrokuje konkretnu štetu klijentu, fiducijarno pravo omogućava njegovu dodatnu pravnu zaštitu u cilju sankcionisanja nepoštenih brokersko-dilerskih društava. Prema opštim pravilima fiducijarnog prava, ako je brokersko-dilersko društvo zahvaljujući kršenju dužnosti lojalnosti prema klijentu steklo nedozvoljen profit, klijent ima pravo da zahteva povraćaj profita stečenog na ovaj način.<sup>25</sup> Osim toga, sve dok brokersko-dilersko društvo ne predstavlja ostvaren profit klijentu, smatra se da taj iznos novca drži kao poverenik (engl. *trustee*) za račun klijenta kao korisnika (engl. *beneficiary*). Konačno, opšta pravila fiducijarnog prava regulišu i problem dokazivanja povrede dužnosti lojalnosti, na taj način što uvode oborivu pretpostavku da je dužnost lojalnosti prekršena čim se utvrdi da se brokersko-dilersko društvo nalazilo u situaciji sukoba interesa.<sup>26</sup> Takva pretpostavka prebacuje teret dokaza urednog izvršenja dužnosti lojalnosti na profesionalnog pružaoca investicijskih usluga, čime se značajno olakšava položaj klijenta u sporu za naknadu štete, odnosno predaju profita. Pored navedenih mehanizama, anglosaksonsko pravo omogućava klijentu i da raskine ugovor sa pružaocem usluga, pod uslovom da povreda dužnosti lojalnosti predstavlja bitnu povredu ugovora.

Poređenje opštih pravnih mehanizama za rešavanje problema sukoba interesa u kontinentalnom i anglosaksonskom pravu pokazuje da drugonavedeni sistemi adekvatnije odgovaraju na potrebu zaštite klijenata i odvraćanja brokersko-dilerskih društava od nepoštenih postupaka. Sa jedne strane, anglosaksonski sistemi poznaju oborivu pretpostavku kršenja dužnosti lojalnosti, kojom se olakšava procesno-pravni položaj klijenta, *za razliku od kontinentalnih sistema* koji teret dokaza u celosti ostavljaju na njemu.<sup>27</sup> Sa druge strane, anglosaksonski

---

24; o fiducijarnom odnosu između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata v.: Pierre P. Cote, »The Brokerage Function in the Securities Industry, Civil Liability and Investor Protection«, *Revue Juridique Themis*, Vol. 10, Issue 2, 1975, str. 277 i 278; o nezavisnosti fiducijarnog odnosa od postojanja ugovora o nalogu v.: Ross Cranston, »Conflicts of Interest in the Multifunctional Financial Institution«, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 16, Issue 1, 1990, str. 127; fiducijarni odnos ne mora da se zasniva na ugovoru (na primer, u pravu SAD kontrolni akcionar ima fiducijarne obaveze prema korporaciji), v.: Tamar Frankel, »Fiduciary Law«, *California Law Review*, Vol. 71, No. 3, 1983, str. 795 i 796; o dužnosti lojalnosti brokersko-dilerskog društva prema klijentima, v.: Jill I. Gross, »Securities Analysts' Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?«, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2002, Issue 3, 2002, str. 636.

<sup>24</sup> J. I. Gross, nav. članak, str. 636.

<sup>25</sup> D. A. DeMott, nav. članak, str. 882; L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 22; M. Kruithof, nav. rad, str. 26.

<sup>26</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 21; M. Kruithof, nav. rad, str. 26.

<sup>27</sup> R. Cooter, B. J. Freedman, nav. članak, str. 1055; M. Kruithof, nav. rad, str. 26 i 27.

sistemi uvode odgovornost brokersko-dilerskog društva za predaju nedozvoljeno stečenog profita, kojom se dodatno destimuliše kršenje dužnosti lojalnosti čak i u slučajevima nepostojanja ili nemogućnosti dokazivanja konkretne štete za klijenta usled nepoštenog postupanja pružaoca usluga.<sup>28</sup> Uz to, klijentovo pravo da od brokersko-dilerskog društva zahteva predaju nedozvoljeno stečenog profita predstavlja efikasniju sankciju u poređenju sa klasičnim pravom na naknadu štete, budući da je u slučaju zloupotrebe sukoba interesa šteta koja se prouzrokuje klijentu po pravilu značajno manja od imovinskih koristi koje brokersko-dilersko društvo ostvaruje po tom osnovu.

Međutim, i pored nespornih prednosti u odnosu na kontinentalopravne sisteme, opšti pravni mehanizmi anglosaksonskih zemalja nisu dovoljni za adekvatnu borbu protiv sukoba interesa na savremenim tržištima kapitala. Imajući u vidu multifunkcionalnost brokersko-dilerskih društava, ona se u obavljanju delatnosti sve češće nalaze u sukobu interesa sa klijentima usled različitih, međusobno suprotstavljenih interesa između brojnih funkcija koje vrše na tržištu.<sup>29</sup> Neizbežnost, učestalost i brojnost sukoba interesa kao pojava koja nužno prati razvoj multiuslužnih brokersko-dilerskih društava, odnosno finansijskih konglomerata, ukazuje na preteranu strogost opštih pravila fiducijskog prava u rešavanju tih problema.<sup>30</sup> Prepostavka povrede dužnosti lojalnosti zajedno sa obavezom predaje ostvarenog profita značajno otežavaju poslovanje savremenih multifunkcionalnih brokersko-dilerskih društava.<sup>31</sup> Otuda se zaključuje da su opšti pravni mehanizmi ne samo u kontinentalnom, već i u anglosaksonskom pravu neadekvatni za rešavanje problema sukoba interesa.

### *Upravnopravni i kaznenopravni mehanizmi*

Prethodna analiza se odnosila na istraživanje građanskopravnih mehanizama za sankcionisanje sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata. Ona je dovela do zaključka da opšta pravila gradanskog prava nisu dovoljna, odnosno adekvatna da u potpunosti reše probleme sukoba interesa. Pored toga, ni opšta pravila upravnog i kaznenog prava, takođe, ne mogu da

<sup>28</sup> O povraćaju stečenog profita iz ugla ekonomske analize prava v.: R. Cooter, B. J. Freedman, nav. članak, str. 1070 i dalje; M. Kruithof, nav. rad, str. 25 i 26.

<sup>29</sup> H. McVea, nav. članak, str. 239.

<sup>30</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 27 i 28.

<sup>31</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 27.

ostvare efekat sprečavanja, odnosno odgovarajućeg sankcionisanja povreda dužnosti lojalnosti.

S jedne strane, upravnopravni mehanizmi u vidu nadzora i sankcionisanja od strane regulatornog tela za tržište kapitala su mogući jedino u slučaju da dužnost postupanja u interesu klijenata predstavlja zakonom propisanu obavezu brokersko-dilerskih društava.<sup>32</sup> U suprotnom, kada se dužnost lojalnosti shvati kao deo ugovornih odnosno fiducijarnih obaveza, regulatorna vlast neće vršiti nadzor nad njenim izvršavanjem niti će kažnjavati za njeno neizvršenje, odnosno neuredno izvršenje. Stoga je za primenu upravnopravnih mehanizama radi rešavanja problema sukoba interesa neophodno posebno pravno uređenje, koje bi u najmanju ruku uzdiglo dužnost lojalnosti na nivo zakonske obaveze brokersko-dilerskog društva.<sup>33</sup> Sa druge strane, kaznenopravni mehanizmi za rešavanje problema sukoba interesa su mogući jedino na osnovu izričitog (zakonskog) propisivanja kažnjivih dela i odgovarajućih sankcija (principi: *nullum crimen si ne lege i nulla poena sine lege*).

Iz izloženih argumenata proizlazi da opšti mehanizmi građanskog, upravnog i kaznenog prava nisu dovoljni za borbu protiv problema sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata, već je neophodno usvajanje posebnog pravnog uređenja ovog značajnog pitanja.

### CILJEVI POSEBNOG PRAVNOG UREĐENJA SUKOBA INTERESA

Iako među zakonodavcima postoji saglasnost oko činjenice da je posebno pravno uređenje sukoba interesa potrebno, njihovi pristupi se još uvek razlikuju u pogledu ciljeva kojima takvo pravno uređenje treba da služi. Svakako da posebna regulativa treba da omogući adekvatno sankcionisanje profesionalnih pružalaca investicionih usluga u slučaju zloupotrebe situacije sukoba interesa, ali je sporno da li posebna pravila treba da budu usmerena na sprečavanje nastanka sukoba interesa kao takvih ili na sprečavanje njihovih zloupotreba. Danas su u uporednom pravu tržišta kapitala prisutna oba shvatanja o prevenciji kao cilju posebnog pravnog uređenja.

---

<sup>32</sup> M. Kruithof, nav. rad, str. 29; uporedi: L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 4.

<sup>33</sup> O zakonskom utemeljenju dužnosti lojalnosti v.: L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 8.

*Posredni i neposredni ciljevi posebnog pravnog uređenja  
sukoba interesa*

Ciljevi posebnog pravnog uređenja sukoba interesa mogu da se podele na posredne (indirektne) i neposredne (direktne). Posredni, odnosno krajnji cilj posebnog pravnog uređenja se ogleda u zaštiti integriteta tržišta kapitala, preko očuvanja poverenja investitora u funkcionisanje tržišta i profesionalne pružaoce investicionih usluga. U pogledu regulisanja sukoba interesa, navedeni krajnji cilj se konkretizuje pomoću neposrednih ciljeva pojedinih pravnih pravila. Budući da učestale i rasprostranjene zloupotrebe sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata dovode do narušavanja poverenja investitora i ugrožavanja integriteta tržišta, zakonodavna borba protiv konkretnih problema sukoba interesa istovremeno označava ostvarenje posrednog cilja pravnog uređenja. Otuda, neposredan cilj pravila o sukobu interesa, odnosno njihov *ratio legis*, predstavlja rešavanje pojedinih problema vezanih za ove sukobe, kako bi se sprečile negativne posledice po čitavo tržište kapitala.

U prošlosti se osnovni neposredan cilj posebnog pravnog uređenja ogledao u sprečavanju nastanka sukoba interesa, a u slučaju da do takvih sukoba ipak dođe, sledeći cilj pravnog uređenja se sastojao u otkrivanju sukoba interesa, a tek na kraju u odgovarajućem sankcionisanju eventualnih zloupotreba od strane brokersko-dilerskog društva. Prema takvom shvatanju *rationis legis*, zakonodavci brokersko-dilerskim društvima nameću obavezu izbegavanja sukoba interesa sa klijentima. Ova obaveza se tumači kao obaveza sredstva, u skladu sa kojom brokersko-dilersko društvo treba da nastoji da u njegovom poslovanju ne dođe do situacije sukoba interesa. Uz to, prevencija u vidu sprečavanja nastanka sukoba interesa se vrši od strane regulatornog tela za tržište kapitala, koje obavlja nadzor nad izvršavanjem zakonskih obaveza brokersko-dilerskog društva u okviru svojih upravnopravnih ovlašćenja. U slučaju da sukob interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata nastane uprkos prevenciji, prema ovoj koncepciji posebno pravno uređenje ima za cilj da podstakne otkrivanje sukoba interesa i delotvorno sankcionisanje njihovih zloupotreba.

Danas se posebnom pravnom uređenju sukoba interesa pristupa drugačije. Razvoj multiuslužnih brokersko-dilerskih društava, odnosno finansijskih konglomerata, i njihova ekonomска opravdanost su pokazali da je postojanje sukoba interesa između njih i njihovih klijenata neizbežno.<sup>34</sup> Neizbežnost postojanja sukoba interesa prepoznaju i zakonodavci, zbog čega napuštaju prevenciju nastanka sukoba interesa kao nekadašnji osnovni cilj pravnog uređenja. Savremeno

---

<sup>34</sup> I. Walter, nav. članak, str. 1.

pravo tržišta kapitala ne postavlja nemogući zahtev brokersko-dilerskom društvu da spreči nastanak sukoba interesa. Naprotiv, sukobi interesa se posmatraju kao neizbežna realnost, koja je dovela do evolucije ciljeva njihovog posebnog pravnog uređenja. Umesto prevencije samih sukoba interesa, moderne koncepcije naglašavaju potrebu za tzv. upravljanjem postojećim sukobima interesa.

Pod upravljanjem sukobima interesa (engl. *managing conflicts of interest*) se podrazumevaju pravila za prevenciju njihove zloupotrebe od strane brokersko-dilerskog društva. Otuda, posebno pravno uređenje ima za cilj da predvidi odgovarajuća pravila o postupanju brokersko-dilerskog društva u situaciji sukoba interesa, kako bi se sprečile ili barem umanjile negativne posledice takvog sukoba po interesu klijenta. U slučaju da upravljanje sukobom interesa kao primarni cilj pravnog uređenja ostane bez uspeha, posebno pravno uređenje treba da obezbedi otkrivanje sukoba interesa klijentu, kao i adekvatne mehanizme za sankcionisanje povreda dužnosti lojalnosti. Prema tome, moderne koncepcije ciljeva pravnog uređenja sukoba interesa naglašavaju značaj upravljanja sukobima, dok se obaveza njihovog otkrivanja posmatra kao supsidijarna mera, koja se nadovezuje isključivo na neuspelo upravljanje sukobom. Za razliku od toga, ranija shvatanja ciljeva pravnog uređenja su pridavala izuzetan značaj obavezi otkrivanja sukoba interesa, koja se primenjivala uvek kada sukobi interesa nastanu uprkos pokušaju njihove prevencije.

### *Poređenje ciljeva posebnog pravnog uređenja u Srbiji i Evropskoj uniji*

Posebno pravno uređenje sukoba interesa je u pravu Evropske unije sadržano u Direktivi 2004/39/EZ o tržišima finansijskih instrumenata<sup>35</sup> i Direktivi 2003/6/EZ o zloupotrebi tržišta,<sup>36</sup> kao i u odgovarajućim direktivama o njihovom sprovodenju.<sup>37</sup> Komunitarna pravila o sukobu interesa se primenjuju na sva

---

<sup>35</sup> Directive 2004/39/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, *Official Journal L* 145, 30.4.2004. (dalje u fusnotama: MiFID).

<sup>36</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), *Official Journal L* 96, 12.4.2003. (dalje u fusnotama: Market Abuse Directive).

<sup>37</sup> Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive

investiciona preduzeća, koja u okviru svoje redovne delatnosti pružaju investicione usluge i/ili obavljaju investicionu aktivnost.<sup>38</sup> S druge strane, u Srbiji su sukobi interesa regulisani Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (u daljem tekstu: Zakon o tržištu kapitala), ali samo u pogledu brokersko-dilerskih društava, odnosno ovlašćenih banaka, a ne i ostalih profesionalnih pružalaca investicionih usluga (na primer, kastodi banaka).<sup>39</sup> Navedeno ograničavanje personalnog domena primene pravila o sukobu interesa u srpskom pravu pokazuje nedovoljno razumevanje potrebe za posebnim pravnim uređenjem, s obzirom na to da problemi sukoba interesa jednako važe za sve profesionalne pružaoce investicionih usluga.

Ciljevi posebnog pravnog uređenja sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata u pravu Srbije nisu u potpunosti uskladjeni sa važećim direktivama Evropske unije. Osnovni cilj pravila sadržanih u Direktivi 2004/39/EZ o tržištima finansijskih instrumenata se odnosi na upravljanje postojećim sukobima interesa od strane brokersko-dilerskih društava. Direktiva ne sadrži nijedno pravilo kojim se investiciona preduzeća obavezuju da nastoje da spreče nastanak sukoba interesa kao takvih.<sup>40</sup>

U tom pogledu je važeće pravo Evropske unije evoluiralo u odnosu na rešenje nekadašnje Direktive EEZ o investicionim uslugama, koja je izričito predviđala dužnost izbegavanja sukoba interesa, kao obavezu sredstva.<sup>41</sup> Za razliku od toga, Direktiva 2004/39/EZ o tržištima finansijskih instrumenata ima pre svega za cilj da, u skladu sa modernim shvatanjima, ustanovi pravila ponašanja

---

(Text with EEA relevance), *Official Journal* L 241, 2.9.2006. (dalje u fusnotama: MiFID Implementing Directive); Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, *Official Journal* L 339, 24.12.2003.; Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest, *Official Journal* L 339, 24.12.2003. (dalje u fusnotama: Market Abuse Implementing Directive 2003/125/EC); Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions, *Official Journal* L 162, 30.4.2004.

<sup>38</sup> MiFID, Art. 4(1)(1).

<sup>39</sup> Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (Službeni glasnik RS, br. 47/2006; dalje u fusnotama: ZTHOV), čl. 161 i 162.

<sup>40</sup> L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), nav. delo, str. 15; M. Kruithof, nav. rad, str. 39.

<sup>41</sup> Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, *Official Journal* L 141, 11.6.1993., Art. 11(1).

investicionog preduzeća u situaciji sukoba interesa, kojim bi se sprečilo prouzrokovanje štete klijentu.<sup>42</sup>

Značajno je istaći da važeća pravila o sukobu interesa iz Direktive 2004/39/EZ o tržištima finansijskih instrumenata obuhvataju samo one slučajeve, kod kojih zloupotreba od strane investicionog preduzeća potencijalno ili stvarno prouzrokuje štetu klijentu.<sup>43</sup> Nasuprot tome, situacije zloupotrebe sukoba interesa u kojima brokersko-dilersko društvo ostvaruje koristi (profit), ali ne prouzrokuje konkretnu štetu klijentu, nisu obuhvaćene ovim pravilima.<sup>44</sup> Zloupotreba sukoba interesa koja ne šteti nijednom klijentu, a omogućava sticanje neopravdane koristi od strane investicionog preduzeća se u pravu Evropske unije tretira kao manipulacija tržistem kapitala i regulisana je Direktivom 2003/6/EZ o zloupotrebi tržišta. Iako se konkretna pravila Direktive 2003/6/EZ o zloupotrebi tržišta razlikuju od Direktive 2004/39/EZ o tržištima finansijskih instrumenata, pravno uređenje manipulacije tržistem, takođe, nema za cilj prevenciju nastanka sukoba interesa, već samo prevenciju njihovih zloupotreba.

Osim prevencije zloupotrebe sukoba interesa komunitarna pravila podstiču otkrivanje takvih sukoba u situaciji kada prevencija nije dovoljan mehanizam za obezbeđenje poštenog postupanja investicione firme prema klijentu.<sup>45</sup> S druge strane, direktive Evropske unije ne sadrže specifična pravila kojima se omogućava efikasno sankcionisanje zloupotreba sukoba interesa, već ostvarenje ovog cilja posebnog pravnog uređenja prepuštaju nacionalnim zakonodavstvima država članica.

U poređenju sa važećim pravilima o sukobu interesa u Evropskoj uniji, pravo Srbije je zasnovano na prevaziđenom shvatanju ciljeva posebnog pravnog uredenja ove oblasti. Osnovni ciljevi srpske pravne regulative sukoba interesa se ogledaju u prevenciji nastanka samih sukoba,<sup>46</sup> njihovom otkrivanju i sankcionisanju. Insistiranje na prevenciji sukoba interesa se prepoznaje u odredbi Zakona o tržištu kapitala, prema kojoj je brokersko-dilersko društvo obavezno »da poslovanje organizuje tako da se mogući sukobi interesa [...] ograniče na najmanju moguću meru«.<sup>47</sup> Cilj zakona da obezbedi što veći stepen prevencije samih sukoba interesa se primenjuje podjednako na sve slučajeve tih sukoba, kako između brokersko-dilerskog društva i klijenta, tako i između dva klijenta brokersko-dilerskog društva.

---

<sup>42</sup> MiFID, Art. 13(3) i 18. M. Kruithof, nav. rad, str. 39.

<sup>43</sup> MiFID, Art. 18(2).

<sup>44</sup> MiFID Implementing Directive, Recital 24.

<sup>45</sup> MiFID, Art. 18(2); Market Abuse Directive, Art. 6(5).

<sup>46</sup> N. Jovanović, nav. delo, str. 136.

<sup>47</sup> ZTHOV, čl. 162 st. 3.

U skladu sa lakonskom regulativom sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata, Zakon o tržištu kapitala ne pridaje poseban značaj upravljanju sukobima interesa, kao savremenom cilju pravnog uređenja. Jedino mesto u zakonu, koje uređuje postupanje brokersko-dilerskog društva u cilju sprečavanja negativnih posledica sukoba interesa po klijenta, jeste pravilo o rešavanju problema sukoba između dužnosti i dužnosti.<sup>48</sup> Naime, u situaciji nastanka sukoba interesa između dva klijenta prema kojima brokersko-dilersko društvo ima dužnost lojalnosti, ovo društvo treba da postupi u skladu sa načelom ravnopravnosti klijenata.<sup>49</sup> Pravilo o ravnopravnom tretmanu klijenata u slučaju sukoba između dužnosti i dužnosti upravo ima za neposredan cilj omogućavanje pravilnog upravljanja postojećim sukobima interesa.

Poput prava Evropske unije, srpsko pravo takođe poznaje otkrivanje sukoba interesa kao cilj posebnog pravnog uređenja. Međutim, za razliku od prava Evropske unije, Zakon o tržištu kapitala pridaje daleko veći značaj otkrivanju kao regulatornom cilju. Prema usvojenom rešenju, brokersko-dilersko društvo je u Srbiji dužno da upozna klijenta sa svim mogućim sukobima interesa koji nastanu u vezi sa pružanjem ugovorenih usluga.<sup>50</sup> Nasuprot tome, Direktiva 2004/39/EZ o tržištima finansijskih instrumenata koristi otkrivanje ne kao primaran, već kao supsidijaran cilj pravnog uređenja, zahvaljujući čemu su investiciona preduzeća dužna da klijentima otkriju sukobe interesa samo u situaciji kada mere za prevenciju njihove zloupotrebe nisu dovoljne da otklone rizik prouzrokovani štete klijentu.<sup>51</sup> S druge strane, kada eventualna zloupotreba sukoba interesa predstavlja manipulaciju tržištem, pravo Evropske unije tretira otkrivanje sukoba kao primaran regulatorni cilj,<sup>52</sup> budući da je transparentnost osnovni način borbe protiv iskorišćavanja položaja investicionog preduzeća, koje ugrožava poverenje investitora u funkcionisanje tržišta kapitala.

U pravu Srbije se ne pridaje odgovarajući značaj sankcionisanju kao cilju posebnog pravnog uređenja sukoba interesa. Sa izuzetkom izričitog propisivanja kaznenopravnih sankcija u vidu privrednih prestupa zbog kršenja obaveza u vezi sa sukobom interesa,<sup>53</sup> Zakon o tržištu kapitala ne predviđa specifična pravila ko-

<sup>48</sup> Sukob između dužnosti i dužnosti postoji kada je uredno izvršenje dužnosti lojalnosti brokersko-dilerskog društva prema jednom klijentu suprotstavljena urednom izvršenju dužnosti lojalnosti prema drugom klijentu. V.: Mirjana Marković, »Problem sukoba interesa između brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata«, *Pravo i privreda*, br. 5–8/2009, str. 564.

<sup>49</sup> ZTHOV, čl. 161 st. 1; N. Jovanović, nav. delo, str. 137.

<sup>50</sup> ZTHOV, čl. 162 st. 2.

<sup>51</sup> MiFID, Art. 18(2).

<sup>52</sup> Market Abuse Directive, Art. 6(5); Market Abuse Implementing Directive 2003/125/EC, Art. 5.

<sup>53</sup> ZTHOV, čl. 250 st. 1 tač. 28, 30 i 31.

jima bi se olakšalo efikasno sankcionisanje nelojalnih brokersko-dilerskih društava. Stoga su u tom pogledu primenljivi opšti mehanizmi građanskog prava, koji obuhvataju klijentovo pravo na raskid ugovora i naknadu štete, kao i mehanizmi upravnog prava, koji obuhvataju mere Komisije za hartije od vrednosti u vršenju nadzora nad ispunjavanjem zakonskih obaveza brokersko-dilerskog društva.

## ZAKLJUČAK

Prethodna analiza je pokazala da problem sukoba interesa ne može da bude na adekvatan način rešen oslanjanjem na tržišne ili opšte pravne mehanizme. Iz tog razloga je neophodno usvajanje posebnog pravnog uređenja ovog značajnog pitanja, što je u pravu Evropske unije prepoznato usvajanjem harmonizovanih pravila o sukobu interesa putem osnovnih direktiva za pravo tržišta kapitala. Potreba za posebnim pravnim uređenjem sukoba interesa se uvažava i u srpskom pravu. Međutim, bliže istraživanje ove teme pokazuje da Zakon o tržištu kapitala ne odgovara u potpunosti niti na odgovarajući način na neophodnost i ciljeve posebnog pravnog uređenja. Otuda bi *de lege ferenda* trebalo razmišljati o sledećim izmenama važećih rešenja u pravu Srbije:

1. Personalni domen primene posebnog pravnog uređenja sukoba interesa treba proširiti tako da obuhvata sve profesionalne pružaoce investicionih usluga, a ne samo brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke, s obzirom na to da se problem sukoba interesa jednako odnosi na sve njih
2. Ciljeve posebnog pravnog uređenja treba uskladiti sa savremenim tendencijama, koje su integrisane i u važeće direktive Evropske unije, prema kojima se umesto insistiranja na prevenciji nastanka sukoba interesa primaran značaj pridaje prevenciji njihovih zloupotreba putem oslanjanja na odgovarajuće upravljanje sukobima.
3. U skladu sa idejom prevazilaženja cilja prevencije nastanka sukoba interesa, treba ukinuti pravilo po kome je profesionalni pružalac investicionih usluga dužan da u što većoj meri izbegava moguće sukobe interesa u svom poslovanju.
4. Saglasno savremenom cilju prevencije zloupotrebe sukoba interesa treba propisati dužnosti profesionalnog pružaoca investicionih usluga, kako bi se sprečilo da postojeći sukobi interesa dovedu do nastupanja štete za klijenta.
5. U vezi sa sankcionisanjem zloupotreba sukoba interesa treba razmisliti o prednostima propisivanja posebnih građanskopravnih sankcija, poput prebacivanja tereta dokaza i povraćaja nedopušteno stečenog profita, kojim bi se dodatno destimulisali pružaoci usluga u iskorišćavanju situacije sukoba interesa radi ostvarenja lične koristi.

MIRJANA RADOVIĆ, LL.M. (Humboldt)  
Assistant, Faculty of Law  
University of Belgrade

## THE NEED FOR AND GOALS OF SPECIFIC REGULATION OF CONFLICTS OF INTEREST IN THE CAPITAL MARKET

### Summary

In this article the author analyses whether specific regulation of conflicts of interest in investment firms is necessary and what main goals this regulation should seek to achieve. The first part of the article explains why problems of conflicts of interest cannot be solved by market forces alone. Here, the author shows that despite competition between investment firms the capital market does not function efficiently, because of information asymmetry regarding conflicts of interest coupled with difficulties with sanctioning dishonest firms. The second part of the article deals with general legal (i.e. civil, administrative and penal) mechanisms that can be implemented in case of breach of duty of loyalty by an investment firm. In this respect, the distinction is made between civil and common law countries, since the former do not recognise fiduciary obligations of the firm, whereas the later have developed fiduciary law which more successfully solves problems of conflicts of interest. However, the author concludes that general law in both of these systems does not suffice to efficiently regulate conflicts of interest in multi-service investment firms (i.e. financial conglomerates), so that specific regulation of these issues is necessary. Finally, the third part of the article explains main goals of specific regulation, namely, prevention of conflicts of interest themselves, prevention of their abuse (i.e. management of conflicts), disclosure and sanctioning. The author shows the development of these goals in the EU law, and compares its current solutions to Serbian law. It is concluded that the Serbian specific regulation is inadequate, insufficient and outdated, which is why it needs to be amended.