

мр Мирјана МАРКОВИЋ, LL.M. (Humboldt)
асистент Правног факултета Универзитета у Београду

ПРОБЛЕМ СУКОБА ИНТЕРЕСА ИЗМЕЂУ БРОКЕРСКО-ДИЛЕРСКОГ ДРУШТВА И ЊЕГОВИХ КЛИЈЕНАТА^{*}

Резиме

У овом раду аутор истражује у чему се огледа специфичност проблема сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената. Први део рада има уводни карактер. У њему је објашњен појам сукоба интереса у општем, економском и правном смислу. Након тога су изложене основне врсте сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената. Други део рада истиче узроке који изазивају настанак сукоба интереса у пословању брокерско-дилерских друштава. Аутор закључује да су сукоби интереса неизбежни, будући да не постоји разуман и економски оправдан начин њиховог потпуног спречавања. Трећи, главни део рада анализира развој схватања о проблемима сукоба интереса, од традиционалног схватања о безначајности проблема до савременог схватања о њиховој озбиљности. У раду се истиче да се основни проблеми сукоба интереса огледају у постојању информационе асиметрије у вези са сукобом интереса и кршењем дужности лојалности, тешкоћама откривања непоштеног понашања брокерско-дилерског друштва и проблемима одговарајућег санкционисања евентуалних откривених случајева. Четврти део рада се бави негативним последицама које могу да настану на тржишту капитала услед

^{*} Рад представља прилог пројекту Правног факултета Универзитета у Београду „Развој правног система Србије и хармонизација са правом ЕУ – правни, економски, политички и социолошки аспекти (2009)“.

бројних нерешених проблема сукоба интереса у пракси. Најзад, аутор закључује да озбиљност и значај теме стварају потребу за проналажењем одговарајућих механизма за решавање проблема сукоба интереса, која је у праву Европске уније препозната у виду усвајања бројних посебних правних правила, за разлику од права Србије, где су ова питања још увек у великој мери занемарена.

Кључне речи: сукоб интереса, брокерско-дилерско друштво, клијент, дужност лојалности, поверење инвеститора, тржиште капитала.

I Увод

Сукоб интереса између учесника на тржишту капитала је тема чији различити аспекти већ више деценија заокупљају пажњу упоредноправне теорије и праксе. О њеној важности довољно говоре бројни научни радови који разматрају проблем сукоба интереса и настоје да пронађу механизме за његово одговарајуће решење. Поред тога, проблемом сукоба интереса се детаљно баве и законодавци, усвајањем разгранатих правних правила са основним циљем да утврде стандарде поштеног поступања у ситуацији сукоба интереса и предвиде одговарајуће санкције у случају њиховог кршења. Тако је и на нивоу Европске уније значајан утицај проблема сукоба интереса на функционисање тржишта капитала подстакао рад на хармонизацији правног уређења механизма за његово разрешење. Отуда, основна директива за хармонизацију права тржишта капитала у Европској унији (Директива 2004/39/ЕЗ о тржиштима финансијских инструмената)¹ и директива о њеном спровођењу (Директива 2006/73/ЕЗ о имплементацији Директиве 2004/39/ЕЗ)² садрже неколико одредби, које су искључиво посвећене регулативи сукоба интереса између инвестиционих предузећа (енг. *investment firm*) и њихових клијената. Поред тога, проблемима сукоба интереса се бави и Директива 2003/6/ЕЗ о злоупотреби тржишта,³ као и директиве о ње-

1 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.

2 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 (Text with EEA relevance), Official Journal L 241, 2.9.2006.

3 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.

ном спровођењу,⁴ што додатно потврђује значај овог питања за стварање јединственог тржишта у Европској унији.

Насупрот развијеним правним системима, у Србији овом значајном питању права тржишта капитала до сада није поклањана заслужена пажња, не само од стране законодавца, већ ни од стране теорије и праксе. Стога је истраживање ове теме неопходно, како би се истакла озбиљност проблема које изазивају распрострањени сукоби интереса на тржишту капитала, а тиме и развила свест о важности њиховог одговарајућег правног уређења. Циљ овог рада се огледа управо у анализирању разлога који изазивају ангажовање законодаваца на посебном правном уређењу сукоба интереса на тржишту капитала. Разумевање *rationis legis*, као сврхе постојања посебних правила о сукобу интереса, ће на тај начин допринети правилној примени ових одредби, преко њиховог телеолошког (циљног) тумачења. За право Србије је схватање сврхе правила о сукобу интереса нарочито значајно, јер омогућава расветљавање недостатака важећих решења и указује на правац у коме треба да се крећу неопходне измене позитивноправне регулативе.

Иако се у упоредном праву правила о сукобу интереса између учесника на тржишту капитала најчешће примењују подједнако на све врсте финансијских посредника, у праву Србије је њихова примена ограничена на брокерско-дилерска друштва, која представљају само једну, додуше најзначајнију врсту професионалних пружалаца финансијских услуга. Имајући у виду наведену ограничену правну релеватност сукоба интереса у српском праву тржишта капитала, тема овог рада је усмерена пре свега ка анализи таквих сукоба у односу између брокерско-дилерског друштва и његових клијената. При том се појам брокерско-дилерског друштва тумачи тако да обухвата не само брокерско-дилерско друштво у ужем смислу, већ и овлашћену банку, будући да она обавља исту врсту делатности на тржишту. Међутим, сви проблеми који оправадавају посебна правила о сукобу интереса између наведених учесника на тржишту капитала истовремено важе и за остале професионалне

4 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; 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.

пружаоце финансијских услуга (на пример, кастоди банке), због чега се у праву Србије треба заложити за одговарајуће проширење персоналног домена примене ових правила.

II Појам и врсте сукоба интереса

1. Појам сукоба интереса

Прописи који уређују право тржишта капитала најчешће не прецизирају значење појма сукоба интереса.⁵ На сличан начин поступа и Директива ЕЗ о тржиштима финансијских инструмената, која у појединим одредбама детаљно регулише проблеме сукоба интереса, али не садржи ближе одређење самог појма.⁶ Отуда је један судија с правом приметио да је „сукоб интереса [...] термин који се често користи, а ретко дефинише“.⁷ Осим тога, додатне тешкоће у дефинисању сукоба интереса ствара и чињеница да овај израз има различита значења у зависности од угла посматрања.⁸ У том смислу је могуће говорити о универзалном (општем) појму сукоба интереса или о таквом појму у праву, економији, па чак и социологији. Имајући у виду примарни правни аспект овог рада, али и значај економске анализе за обликовање правних правила о сукобу интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената, на овом месту ће, поред општег и правног појма, бити објашњена и економска схватања сукоба интереса на тржишту капитала.

а) Општи појам сукоба интереса

За постојање сукоба интереса није довољно да постоје различити интереси два или више учесника на тржишту. У случају да сви ти интереси могу да се остваре, постоји само различитост, али не и сукобљеност интереса. Према томе, сукоб интереса начелно означава ситуацију

5 Christoph Kumpan, Patrick C. Leyens, „Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation“, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, 2008, стр. 75.

6 С. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 76.

7 Наведено према: С. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 75 фн. 10.

8 О појму сукоба интереса в: 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, стр. 5; João A. C. Santos, *Commercial Banks in the Securities Business: A Review*, Bank for International Settlements, Working Papers No. 56, Basle, 1998, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8029, 24.3.2009, стр. 9.

у којој два или више лица имају различите интересе, који су на тај начин супротстављени да само један од њих може да се оствари на терет другог.⁹ Међутим, овај општи појам сукоба интереса је сувише широк и обухвата небројене односе на тржишту капитала.¹⁰ Штавише, многи од тих односа представљају природну супротност интереса, која је пожељна за развој ефикасности тржишта капитала.¹¹ Примера ради, интерес продавца хартија од вредности за вишом ценом и интерес купца за нижом ценом су свакако супротстављени на тај начин да остварење једног искључује могућност остварења другог.¹² Ипак, управо ова напетост између интереса продавца и купца чини основ на коме почива формирање одговарајућег тржишног курса хартија од вредности. Одатле се закључује да општи појам сукоба интереса не омогућава раздвајање проблематичних од пожељних случајева супротстављених интереса на тржишту капитала, те није адекватно полазиште за правно уређење овог питања.

б) Економски појам сукоба интереса

Посебно схватање о појму сукоба интереса се развило у економској науци. Разлог због кога питање сукоба интереса заокупља интересовање економиста се огледа у његовом значајном утицају на ефикасно функционисање тржишта капитала. У економском смислу се под сукобом интереса подразумева ситуација у којој пружалац финансијских услуга (на пример, брокерско-дилерско друштво) има вишеструке интересе који га подстичу да злоупотреби или сакрије информације потребне за ефикасно функционисање тржишта.¹³ Према томе, код економског појма сукоба интереса нагласак је стављен на последицу постојања раз-

9 Упореди: Небојша Јовановић у: Мирко Васиљевић, Бранко Васиљевић, Дејан Малинић (уредници), *Финансијска тржишта*, Београд, 2008, стр. 460; Marc Kruithof, *Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?*, Financial Law Institute, Working Paper Series, 2005–07, 2005, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=871178, 24.3.2009, стр. 2; A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. 5; J. A. C. Santos, *нав. рад*, стр. 9; Владимир Врачарић, „Сукоб интереса у инвестиционом банкарству и његово регулисање“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2008, стр. 817.

10 Сличну, прешироку дефиницију сукоба интереса користи и IOSCO у једном од својих извештаја. В.: С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 77.

11 Н. Јовановић у: М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, *нав. дело*, стр. 460.

12 Rashid Bahar, Luc Thévenoz (eds.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Market*, Kluwer Law International, 2006, стр. 2; Н. Јовановић у: М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, *нав. дело*, стр. 460.

13 A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. xix и 5; С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 77; В. Врачарић, *нав. чланак*, стр. 818.

личитих интереса, која се састоји у подстицају за прикривање или искоришћавање информација непознатих другом учеснику на тржишту. Другим речима, различитост интереса се у економском смислу посматра као сукоб интереса, само онда када за резултат има потенцијалну или стварну информациону асиметрију између учесника на тржишту.

в) Правни појам сукоба интереса

Појму сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената правници придају најуже значење.¹⁴ Иако дефиниције овог појма нису потпуно уједначене, у правној науци преовлађује схватање по коме сукоб интереса може да настане само у случају када једно лице (брокерско-дилерско друштво) има дужност поступања у интересу другог лица (клијента).¹⁵ У појединим правним системима се наведена дужност поступања у интересу клијента другачије назива „дужност лојалности према клијенту“.¹⁶ При том, за постојање сукоба интереса није довољно само да постоји дужност поступања у интересу клијента, већ је потребно и да у конкретној ситуацији брокерско-дилерско друштво има извешан степен дискреције приликом доношења одлуке о томе шта је у најбољем интересу клијента.¹⁷ У супротном, ако је брокерско-дилерско друштво, примера ради, у извршавању налога у потпуности везано фиксним (лимитативним) упутствима клијента, не постоји простор за његово слободно одлучивање о начину поступања, који је у интересу клијента, те не може ни да настане проблем сукоба интереса.¹⁸ Под претпоставком испуњености претходно наведених услова, сукоб интереса између брокерско-дилерског друштва и његовог клијента настаје када брокерско-дилерско друштво има интерес или дужност поступања у интересу неког другог лица, који су супротни уредном испуњењу дужности поступања у интересу тог клијента.

14 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 2.

15 С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 78 и 83; R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 2 и 3; М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 3 и 4; Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 136; Н. Јовановић у: М. Васиљевић, Б. Васиљевић, Д. Малинић, *нав. дело*, стр. 460.

16 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 3; М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 3; С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 83.

17 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 3 и 4; С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 79, 80, 82 и 83; упореди са појмом сукоба интереса (агенцијског проблема) у компанијском праву: Вук Радовић, „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, у: Мирко Васиљевић, Вук Радовић (уредници), *Корпоративно управљање*, зборник радова, Београд, 2008, стр. 235.

18 С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 83.

Из изложене анализе се закључује да правни појам сукоба интереса на тржишту капитала може да се дефинише као ситуација у којој брокерско-дилерско друштво има дужност лојалности према клијенту и треба да одлучи како да поступи у интересу тог клијента, када се дејства такве одлуке сукобљавају са остварењем сопственог интереса или интереса другог клијента, према коме брокерско-дилерско друштво такође има дужност лојалности.¹⁹ Под сопственим интересом брокерско-дилерског друштва се у смислу ове дефиниције подразумева не само лични интерес тог друштва, већ и интерес неког другог лица, које је повезано са брокерско-дилерским друштвом на тај начин, да се разумно може очекивати утицај интереса тог лица на поступање друштва. Интереси који су релевантни за правни појам сукоба интереса, могу да буду различите природе и обухватају пре свега материјални (финансијски) интерес, али и све врсте утицаја, запослење, лојалност, пословне и личне везе, и сл.²⁰ У сваком случају, да би у правном смислу могло да се говори о сукобу интереса, потребно је да такви интереси буду битни, односно подобни да директно утичу на одговарајуће доношење одлуке о поступању брокерско-дилерског друштва.²¹

2. Основне врсте сукоба интереса

На темељу изложеног правног појма могу да се разликују две основне врсте сукоба интереса: прво, сукоб између сопственог интереса брокерско-дилерског друштва и интереса клијента, и друго, сукоб између интереса два клијента брокерско-дилерског друштва.²² С обзиром

19 Упореди: 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, стр. 480; M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 2; C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 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, стр. 94; Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 136.

20 Ross Cranston, „Conflicts of Interest in the Multifunctional Financial Institution“, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 16, 1990, стр. 125; C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 82 и 84.

21 C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 82; упореди: Jill I. Gross, „Securities Analysts’ Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?“, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2002, No. 3, 2002, стр. 662.

22 C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 80; R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 125; Kwangwook Lee, *Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID*, 2009, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1339305, 24.3.2009, стр. 15; Ingo Walter, *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms*, 2003, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297774, 24.3.2009, стр. 3.

на то да је у правном смислу сукоб интереса могућ само ако постоји дужност брокерско-дилерског друштва да поступа у интересу клијента, многи аутори наведену поделу другачије изражавају као поделу на:

- а) *сукоб између интереса и дужности*, код кога је интерес брокерско-дилерског друштва супротстављен уредном извршењу дужности лојалности према клијенту,²³ и
- б) *сукоб између дужности и дужности*, код кога је уредно извршење дужности лојалности брокерско-дилерског друштва према једном клијенту супротстављена уредном извршењу дужности лојалности према другом клијенту.²⁴

III Неизбежност постојања сукоба интереса

Потенцијални или стварни сукоби интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената су на тржишту капитала неизбежни.²⁵ Томе доприносе бројни разлози, од којих ће овде бити истакнути само најважнији.

1. *Постојање дужности поступања у интересу клијената*. У свим правним системима брокерско-дилерско друштво ступа у такве правне односе са својим клијентима, из којих нужно произлази његова дужност лојалности према њима.²⁶ У континенталним правним системима дужност лојалности извире из природе конкретног уговорног односа са клијентом, будући да већина послова које брокерско-дилерско друштво закључује са клијентима у оквиру обављања своје делатности у основи представља посебну врсту уговора о налогу.²⁷ Међутим, чак и када конкретан уговор између брокерско-дилерског друштва и клијента нема правну природу налога, ови правни системи независно од тога прописима предвиђају законску дужност лојалности брокерско-дилерског друштва према сваком клијенту. У англосаксонским правним системима дужност лојалности проистиче из фидуцијарног односа између брокерско-дилерског друштва и клијента.²⁸ Овај фидуцијарни однос се заснива

23 Harry McVea, „Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma“, *Northern Ireland Legal Quarterly*, Vol. 47, No. 3, 1996, стр. 240; R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 125; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 3.

24 H. McVea, *нав. чланак*, стр. 240; R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 125; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 3.

25 I. Walter, *нав. чланак*, стр. 1.

26 J. I. Gross, *нав. чланак*, стр. 636.

27 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 3; C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 83.

28 Deborah A. DeMott, „Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation“, *Duke Law Journal*, Vol. 1988, 1988, стр. 882; R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 3; упореди:

на посебном поверењу у професионално пружање финансијских услуга, због чега постоји у сваком случају, независно од врсте конкретног уговора који брокерско-дилерско друштво закључује са клијентом.²⁹ Детаљније образложење правног основа и разлога за успостављање дужности поступања у интересу клијента превазилази оквире овог рада. На овом месту је довољно истаћи да постојање дужности лојалности брокерско-дилерског друштва у свим правним системима без изузетка, представља један од основних разлога за могућност настанка сукоба интереса у обављању његове делатности.

2. *Обављање послова на тржишту капитала за свој рачун.* Други значајан разлог, који изазива бројне сукобе интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената, се огледа у чињеници да брокерско-дилерско друштво на тржишту капитала, поред послова за рачун својих клијената, исту врсту послова обавља и за сопствени рачун.³⁰ Према томе, брокерско-дилерско друштво по правилу нема искључиву улогу финансијског посредника, који је једино дужан да поступа у интересу и за рачун клијената, већ истовремено представља активног учесника на тржишту, који следи свој сопствени финансијски интерес приликом доношења инвестиционих одлука. Ситуација у којој и брокерско-дилерско друштво и његов клијент свако за свој рачун предузимају одређене послове на тржишту капитала, при чему је брокерско-дилерско друштво истовремено у позицији финансијског посредника за тог клијента, неизбежно отвара проблем сукоба интереса.³¹ У таквом случају се поставља питање, чијем ће интересу брокерско-дилерско друштво дати предност, када као финансијски посредник треба да заштити интерес клијента, а истовремено као активни учесник на тржишту жели да оствари и сопствени интерес.

3. *Наплаћивање провизије за пружање услуга.* Делатност брокерско-дилерског друштва карактерише обављање послова у циљу стицања добити. Као и сваки привредни субјект, брокерско-дилерско друштво закључује теретне послове са својим клијентима, на основу којих наплаћује одговарајућу накнаду (провизију) за пружање финансијских ус-

C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 83; David Warne, Nicholas Elliott (eds.), *Banking Litigation*, Second Edition, London, 2005, стр. 47.

29 R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 127; упореди: D. Warne, N. Elliott (eds.), *нав. дело*, стр. 49. О поверењу као разлогу постојања дужности лојалности в.: Norbert Horn, „Bank's Duties to Inform and to Give Advice under German Law“, *European Business Law Review*, Vol. 9, 1998, стр. 369.

30 M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 17; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor's New Clothes?“, стр. 94; C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 80; Hans-Peter Schwintowski, Frank A. Schäfer, *Bankrecht (Commercial Banking – Investment Banking)*, München, 1977, стр. 804.

31 N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor's New Clothes?“, стр. 92.

луга. С обзиром на то да висина провизије брокерско-дилерског друштва директно зависи од врсте, обима и садржине пружених услуга, јасно је да у овом погледу постоји снажан лични интерес друштва, који у конкретном случају може да буде супротан интересу клијента.³² Примера ради, ако брокерско-дилерско друштво наплаћује клијенту вишу провизију за услуге у вези са јефтинијим, али ризичнијим хартијама од вредности, оно је мотивисано да, ради стицања већих прихода, такве хартије препоручује клијенту, иако оне нису у његовом најбољем интересу.³³

4. *Пружање разноврсних услуга на тржишту капитала.* Бројни сукоби интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената су узроковани чињеницом да брокерско-дилерско друштво пружа разноврсне финансијске услуге на тржишту капитала.³⁴ Примера ради, у оквиру једног брокерско-дилерског друштва могу да буду обједињене функције брокера, дилера, инвестиционог саветника, управљача портфељом (портфолио менаџера), преузимаоца емисије (покровитеља или агента емисије), тржишног снабдевача (маркет-мејкера), депозитара финансијских инструмената, финансијског аналитичара, итд.³⁵ Када се поменути услугама додају и послови комерцијалног банкарства, које овлашћене банке могу да обављају поред брокерско-дилерске делатности, јасно је колико улога на финансијском тржишту један субјект може да преузме. На савременим тржиштима капитала је описано обједињавање две или више функција унутар једног учесника на тржишту постало честа пракса, која има одговарајуће економско оправдање.³⁶ Међутим, формирање таквог мултиуслужног (мултифункционалног) друштва, односно финансијског конгломерата представља додатни потенцијал за настанак сукоба интереса са клијентима.³⁷ Разлог се огледа у томе што мултифункционално брокерско-дилерско друштво, захваљујући пружању

32 С. М. Gorman, *нав. чланак*, стр. 481.

33 С. М. Gorman, *нав. чланак*, стр. 481; упореди: Н.-Р. Schwintowski, F. A. Schäfer, *нав. дело*, стр. 804.

34 С. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 80; С. М. Gorman, *нав. чланак*, стр. 481; М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 14; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 94; В. Врачарић, *нав. чланак*, стр. 818 фн. 5.

35 Упореди: С. М. Gorman, *нав. чланак*, стр. 481; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 240; Martin Lipton, Robert B. Mazur, „The Chinese Wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms“, *New York University Law Review*, Vol. 50, No. 3, 1978, стр. 460; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 96; D. Warne, N. Elliott (eds.), *нав. дело*, стр. 46.

36 Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 239 и 245; Norman S. Poser, „Conflicts of Interest within Securities Firms“, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 16, 1990, стр. 111; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 98; М. Lipton, R. B. Mazur, *нав. чланак*, стр. 460.

37 N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 98; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 240; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 9.

жању разноврсних услуга на тржишту капитала, има бројне различите и често међусобно супротстављене интересе, који у конкретном случају могу да се испоље у односу према клијенту и тако изазову проблем сукоба интереса.

5. *Пословање са више клијената.* Брокерско-дилерска друштва по правилу имају истовремено више клијената којима пружају одговарајуће финансијске услуге. Ова чињеница доприноси потенцијалном развоју сукоба интереса познатијег као сукоб између дужности и дужности. Наиме, с обзиром на то да брокерско-дилерско друштво има дужност поступања у интересу сваког појединог клијента, већи број клијената изазива ризик да ће у конкретном случају интереси два или више њих бити међусобно супротстављени.³⁸ Проблем који у том случају наступа за брокерско-дилерско друштво се састоји у томе да поштовање дужности лојалности према једном клијенту нужно представља кршење те дужности према другом клијенту који има супротан интерес.

6. *Повезаност са другим лицима.* Брокерско-дилерско друштво је у свом пословању најчешће повезано са бројним другим учесницима на тржишту. У случају када је таква повезаност значајна, тако да се на основу ње разумно може претпоставити утицај повезаног лица на поступање брокерско-дилерског друштва, интерес повезаног лица се приписује овом друштву као да је реч о његовом личном (сопственом) интересу. Према томе, чак и када брокерско-дилерско друштво не би имало непосредан интерес супротан интересу клијента, чињеница да неко од лица повезаних са њим има такав интерес, може да проузрокује сукоб интереса између брокерско-дилерског друштва и клијента, због описаног правила о приписивању интереса.

Основни разлози који доводе до настанка сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената показују да сукоби интереса представљају пратећу појаву професионалног пружања финансијских услуга.³⁹ Отуда, потенцијални или стварни сукоби интереса постоје увек и на сваком тржишту капитала. Они су не само свеприсутни, већ и неизбежни, будући да не постоји рационалан начин организовања тржишта или обављања делатности, који би омогућио њихово потпуно елиминисање. Из разлога који изазивају сукобе интереса на тржишту капитала произлази да је избегавање ових сукоба могуће једино под условом да професионални пружалац финансијских услуга: а) обавља само једну функцију на тржишту (на пример, функцију брокера); б) пружа услуге само једном клијенту; в) не обавља послове на тржишту за сопствени рачун; г) не наплаћује провизију, односно различите провизије у зависности од пружених услуга; и д) није повезано са

38 Упореди: М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 13.

39 I. Walter, *нав. чланак*, стр. 1.

другим учесницима на тржишту који имају интерес сукобљен са интересом његовог клијента.

У случају да су набројани услови кумулативно испуњени, сукоби интереса између брокерско-дилерског друштва и његовог (јединог) клијента би заиста били сведени на најмању могућу меру. Међутим, овакав начин организовања пословања би био економски потпуно неоправдан, имајући у виду да трошкови пружања само једне врсте финансијских услуга само једном клијенту, без могућности остваривања додатних прихода преко пословања за свој рачун, односно наплаћивања одговарајућих провизија, и без повезаности са другим учесницима на тржишту, значајно превазилазе користи које тржиште капитала остварује због умањења проблема сукоба интереса. Из тога се изводи јасан закључак о неизбежности постојања потенцијалних или стварних сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената.

IV Примери сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената

Сукоби интереса између учесника на тржишту капитала могу да настану чак и када брокерско-дилерско друштво пружа само једну врсту финансијских услуга.⁴⁰ У том случају основни извори сукоба су постојање више клијената, чији се интереси међусобно сукобљавају, пословање брокерско-дилерског друштва за сопствени рачун, због чега се његови лични интереси сукобљавају са интересима клијената, и повезаност брокерско-дилерског друштва са лицима чији су интереси супротни интересима клијената. Ипак, значајан део разноврсних сукоба интереса који се сусрећу у пракси извире из чињенице да једно брокерско-дилерско друштво обавља неколико различитих функција на тржишту капитала.⁴¹ Отуда, савремени развој финансијских конгломерата, односно мултиуслужних професионалних пружалаца финансијских услуга, доприноси порасту броја сукоба интереса и развоју начина њиховог испољавања.⁴² У истраживању ове теме, један амерички професор је издвојио чак 16 различитих примера сукоба интереса између мултиуслужног брокерско-дилерског друштва и његових клијената, при чему таква листа свакако није исцрпна.⁴³ Као најзначајнији или најчешћи примери сукоба интереса могу да се истакну следеће ситуације:

40 N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 97.

41 R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 125; A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. 5.

42 J. A. C. Santos, *нав. рад*, стр. 10.

43 N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 96 и 97. О примерима сукоба интереса в.: R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 9; R. Cranston, *нав. чланак*,

- брокер или инвестициони саветник купује хартије од вредности за свој рачун, пре него што њихову куповину препоручи клијентима, у намери да хартије прода када препорука оствари одговарајући утицај на тржишну цену тих хартија (енг. *scalping*);⁴⁴
- брокерско-дилерско друштво даје препоруке или иницира трансакције у вези са финансијским инструментима за рачун клијента, при чему је основни циљ таквог поступања наплата увећане или додатне провизије (енг. *churning*);⁴⁵
- брокерско-дилерско друштво злоупотребљава знање о садржини налога клијента, чије извршење је подобно да значајно утиче на цену одређених хартија од вредности, тако што исте хартије купује, односно продаје за свој рачун пре поступања по налогу клијента, а у намери остварења личне користи (енг. *front running*);⁴⁶
- покровитељ емисије продаје хартије од вредности, које није успео да пласира на примарном тржишту, клијентима којима пружа услуге управљања портфељом;⁴⁷
- тржишни снабдевач (маркет-мејкер) продаје нежељене хартије од вредности клијентима којима то друштво пружа услуге управљања портфељом;
- тржишни снабдевач (маркет-мејкер) утиче на брокере и/или управљаче портфељом да клијентима препоручују улагање у хартије од вредности са којима он послује;
- брокерско-дилерско друштво привилегује већег и финансијски јачег клијента у односу на друге клијенте, тако што му даје приоритетни приступ информацијама, односно препорукама, или тако што његове налоге извршава по повољнијим ценама.⁴⁸

стр. 126 и 127; A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. 10; J. I. Gross, *нав. чланак*, стр. 632 и 641; C. Kumpan, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 81 и 82; K. Lee, *нав. чланак*, стр. 15; H. McVea, *нав. чланак*, стр. 240 и 241; N. S. Poser, „Conflicts of Interest within Securities Firms“, стр. 112; Kelly S. Sullivan, „Serving Two Masters: Securities Analyst Liability and Regulation in the Face of Pervasive Conflicts of Interest“, *UMKC Law Review*, Vol. 70, No. 2, 2001, стр. 420–423; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 4–9; H.-P. Schwintowski, F. A. Schäfer, *нав. дело*, стр. 804 и 805.

44 David B. Levant, „Financial Columnists as Investment Advisers: After *Lowe and Carpenter*“, *California Law Review*, Vol. 74, 1986, стр. 2062; J. I. Gross, *нав. чланак*, стр. 637 и 647; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 97.

45 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 10; C. M. Gorman, *нав. чланак*, стр. 481; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 6; N. S. Poser, „Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?“, стр. 96; H.-P. Schwintowski, F. A. Schäfer, *нав. дело*, стр. 856.

46 I. Walter, *нав. чланак*, стр. 5; H.-P. Schwintowski, F. A. Schäfer, *нав. дело*, стр. 856.

47 A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. 10.

48 K. Lee, *нав. чланак*, стр. 15.

V Схватања о проблему сукоба интереса

1. Класично схватање о непостојању проблема сукоба интереса

Питању сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената се у прошлости није придавао велики значај. Класична теорија је сматрала да сукоб интереса не представља посебан проблем, јер тржиште ствара довољне подстицаје за брокерско-дилерска друштва да поштују дужност лојалности према клијентима.⁴⁹ Према том схватању, клијенти су спремни да скупље плате услуге оног брокерско-дилерског друштва које уредно извршава дужност поступања у њиховом интересу.⁵⁰ Отуда су брокерско-дилерска друштва мотивисана да поштено поступају у ситуацији сукоба интереса, ако желе да остваре додатне приходе, односно буду награђени од стране клијената. Са друге стране, брокерско-дилерска друштва која крше дужност лојалности према клијентима, неће моћи да остваре сличне приходе, већ ће одговарати клијентима за проузроковану штету, односно повраћај стеченог профита.⁵¹ Дакле, негативне стране кршења дужности лојалности далеко превазилазе позитивне стране њеног уредног извршавања, због чега ће се брокерско-дилерска друштва вођена економским разлозима по правилу опредељивати за другонаведену могућност.

Временом се показало да закључци класичне теорије у вези са сукобом интереса не одговарају стварности. Основни недостатак ове теорије је њена полазна претпоставка, према којој сваки учесник на тржишту капитала има потпуне (савршене) информације о мотивима, одлукама и поступцима осталих учесника.⁵² Другим речима, описано схватање се заснива на идеји да клијент унапред зна да ли ће одређено брокерско-дилерско друштво да поштује дужност лојалности, па у складу са тим уговара одговарајућу накнаду за његове услуге. Осим тога, чак и ако клијент не може унапред да зна како ће брокерско-дилерско друштво поступити у случају будућих сукоба интереса, према овој теорији се сматра да он зна како је брокерско-дилерско друштво поступало у прошлости, што му такође омогућава да разликује поштене од непоштених пружалаца услуга, па да за убудуће уговори одговарајућу накнаду за услуге.

49 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 7.

50 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 6.

51 Упореди: I. Walter, *нав. чланак*, стр. 16; В. Врачарић, *нав. чланак*, стр. 818.

52 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 7.

2. Савремено схватање о проблему сукоба интереса

Савремена теорија посматра сукоб интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената као озбиљан проблем. За разлику од класичне теорије и њене идеализације услова у којима функционише тржиште капитала, схватања савремене теорије су искључиво заснована на реалности. Ова реалност показује да на тржишту капитала, уместо идеалне потпуне информисаности учесника, постоје асиметрично расподељене информације између појединих учесника.⁵³ Из угла сукоба интереса, наведена асиметрична информисаност погодује брокерско-дилерско друштво у односу на његове клијенте.⁵⁴

Док брокерско-дилерско друштво зна који су све интереси подобни да утичу на његову одлуку о поступању и зна какву ће одлуку донети у конкретном случају, клијенту су ове информације најчешће непознате.⁵⁵ Описана непотпуна информисаност отежава клијентима разликовање између поштених и непоштених брокерско-дилерских друштава. Отуда, клијент неће моћи да унапред снизи, односно повећа накнаду брокерско-дилерском друштву у зависности од његовог поштовања дужности лојалности. Додатни проблем сукоба интереса се огледа у томе што клијенти не само да немају *ex ante* потребне информације о будућем извршавању дужности лојалности од стране брокерско-дилерског друштва, већ они најчешће немају ни *ex post* могућност да сазнају да ли је дужност лојалности у конкретном случају прекршена.⁵⁶ Другим речима, информациона асиметрија између брокерско-дилерског друштва и његових клијената у погледу сукоба интереса постоји како приликом заснивања уговорног односа и уговарања одговарајуће накнаде за услуге, тако и након евентуалног кршења дужности поступања у интересу клијента.

Разлог због кога клијенти накнадно тешко могу да сазнају да ли је брокерско-дилерско друштво било у ситуацији сукоба интереса и да ли је у тој ситуацији поступило искључиво у складу са интересима клијента се огледа у природи дужности лојалности и њеног кршења.⁵⁷ Дуж-

53 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 7.

54 С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 80. О проблему информационе асиметрије у контексту сукоба интереса в.: J. A. C. Santos, *нав. рад*, стр. 10.

55 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 9.

56 Откривање злоупотребе сукоба интереса (*ex post*) се сусреће са још већим тешкоћама у односу на откривање потенцијалних сукоба интереса (*ex ante*). В.: А. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. xix; М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 5.

57 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 21; С. Kumran, P. C. Leyens, *нав. чланак*, стр. 80.

ност лојалности представља обавезу средства, чије се кршење утврђује на основу испитивања мотива који су руководили поступање брокерско-дилерског друштва, а не на основу испитивања резултата до кога је такво поступање довело.⁵⁸ Међутим, стварни мотиви за поступање су једино познати брокерско-дилерском друштву, које по правилу неће имати интерес да их саопшти клијенту.⁵⁹ Са друге стране, клијент не може да *ex post* утврди те мотиве на основу објективне процене исхода одлуке брокерско-дилерског друштва, јер различити мотиви поступања некада доводе до истих резултата.⁶⁰ Осим тога, резултат поступања брокерско-дилерског друштва не зависи искључиво од његових мотива, већ у значајној мери и од спољних фактора.⁶¹ Сви наведени разлози отежавају положај клијента у вези са потенцијалним или стварним сукобима интереса, којима је брокерско-дилерско друштво изложено.

VI Посебно о проблему санкционисања сукоба интереса

Проблем сукоба интереса је потенциран нарочитим тешкоћама у његовом санкционисању. Претходна излагања су показала да клијент не може унапред да „санкционише“ непоштено брокерско-дилерско друштво уговарањем ниже накнаде или избегавањем његових услуга, јер будуће кршење дужности лојалности не може да се предвиди. На први поглед се чини да брокерско-дилерско друштво сталним кршењем дужности поступања у интересу клијената нарушава свој углед на тржишту и постаје познато као непоштен пружалац финансијских услуга.⁶² Када би наведена претпоставка била тачна, клијенти би са лакоћом могли да разликују лојална од нелојалних брокерско-дилерских друштава, на основу њиховог поступања у прошлости. Нажалост, ситуација у вези са сукобима интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената није тако једноставна. Посебан проблем сукоба интереса се управо огледа у томе што је кршење дужности лојалности у пракси веома тешко открити.⁶³

Осим тога, чак и када клијент у конкретном случају открије постојање сукоба интереса и кршење дужности лојалности, додатни проблем се састоји у тешкоћама доказивања ових чињеница у спору против

58 Упореди: R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 21.

59 M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 7.

60 M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 5.

61 M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 5.

62 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 12; J. A. C. Santos, *нав. рад*, стр. 12; В. Врачарић, *нав. чланак*, стр. 818.

63 M. Kruithof, *нав. рад*, стр. 7.

брокерско-дилерског друштва.⁶⁴ С обзиром на то да повреда дужности лојалности, као обавезе средства, зависи од унутрашњих мотива који су руководили брокерско-дилерско друштво приликом одлучивања о поступању у најбољем интересу клијента, ови мотиви најчешће не могу да се накнадно утврде са сигурношћу. Најзад, чак и када би клијент у спору против брокерско-дилерског друштва успео да докаже недозвољене мотиве поступања из којих недвосмислено произлази да је друштво прекршило дужност поступања у интересу клијента, јавља се коначно проблем доказивања осталих претпоставки за грађанскоправну одговорност.⁶⁵ Наиме, клијент би у спору за накнаду штете морао да докаже постојање и висину претрпљене штете, као и узрочну везу између конкретне штете и поступања брокерско-дилерског друштва, односно кршења дужности лојалности. Такође, у земљама које познају одговорност брокерско-дилерског друштва за повраћај профита стеченог кршењем дужности лојалности, клијент би морао да докаже стицање и висину профита, као и узрочну везу између стеченог профита и повреде дужности лојалности. Међутим, у највећем броју случајева сукоба интереса клијенту неће поћи за руком да докаже све наведене чињенице од којих зависи основаност његовог захтева.⁶⁶ Када се овоме додају неспоразмерно високи трошкови индивидуалне тужбе у односу на вредност правног захтева, јасно је са каквим се тешкоћама клијенти сусрећу приликом остварења својих права услед злоупотребе сукоба интереса.⁶⁷

Изложени практични проблеми показују у којој мери је санкционисање брокерско-дилерског друштва због кршења дужности лојалности према клијентима проблематично.⁶⁸ Искоришћавањем ситуације сукоба интереса брокерско-дилерско друштво може да оствари значајне приходе, док је ризик да ће одговорати за такво поступање веома низак.⁶⁹ Отуда, неефикасност у санкционисању злоупотреба сукоба интереса ствара подстицај за брокерско-дилерска друштва да крше дужност лојалности према клијентима. Наведени подстицај се у економској теорији другачије назива морални хазард, односно субјективан ризик (енг.

64 Luca Enriques, *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, 2005, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=782828, 24.3.2009, стр. 4; М. Круитхоф, *нав. рад*, стр. 8; Н. МсВеа, *нав. чланак*, стр. 242.

65 О врстама одговорности за злоупотребу сукоба интереса в.: L. Enriques, *нав. чланак*, стр. 4; К. Ли, *нав. чланак*, стр. 14.

66 Н. МсВеа, *нав. чланак*, стр. 242.

67 Н. МсВеа, *нав. чланак*, стр. 242.

68 К. Ли, *нав. чланак*, стр. 14; М. Круитхоф, *нав. рад*, стр. 5.

69 М. Круитхоф, *нав. рад*, стр. 5 и 6.

moral hazard) брокерско-дилерског друштва.⁷⁰ Морални хазард, узрокован околностима у вези са извршавањем дужности лојалности брокерско-дилерског друштва, управо представља суштински проблем сукоба интереса, који изазива посебну пажњу законодаваца у развијеним правним системима.

VII Негативне последице проблема сукоба интереса

Сукоб интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената представља проблем чије занемаривање може да изазове озбиљне негативне последице на тржишту капитала.⁷¹ Основна негативна последица сукоба интереса је губитак поверења клијената у брокерско-дилерско друштво, као професионалног пружаоца финансијских услуга.⁷² У случају распрострањености сукоба интереса на тржишту и неадекватног решавања тих проблема, поменута основна последица може да се развије у општи губитак поверења инвеститора у професионалне пружаоце финансијских услуга.⁷³ С обзиром на значај поверења инвеститора за ефикасно функционисање тржишта капитала, јасно је да проблем сукоба интереса у крајњем исходу може да проузрокује умањење ефикасности и угрожавање стабилности (интегритета) тржишта капитала.⁷⁴

Однос између брокерско-дилерског друштва и клијента почива на поверењу. Клијент управо и ангажује брокерско-дилерско друштво као финансијског посредника, јер верује да ће оно употребити своју стручност и искуство искључиво у циљу остварења клијентових интереса. Описани однос поверења, који је у економској теорији познатији као однос између агента (брокерско-дилерског друштва) и принципала (клијента),⁷⁵ указује на озбиљност проблема сукоба интереса и његових последица. У ситуацији када брокерско-дилерско друштво услед сукоба интереса злоупотреби свој положај у односу на клијента и прекрши дужност лојалности, нужна последица таквог поступања се огледа у губитку поверења клијента. Имајући у виду да бројне клијенте брокерско-дилерског друштва чине инвеститори на тржишту капитала, кршење

70 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 8.

71 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 4.

72 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 9.

73 L. Enriques, *нав. чланак*, стр. 4; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 250; М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 9.

74 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 21 и 22. О негативном утицају сукоба интереса на ефикасност тржишта капитала в.: А. Crockett, Т. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. xix и 2; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 241.

75 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 6.

дужности лојалности у случају сукоба интереса означава нарушавање поверења инвеститора у професионалне пружаоце финансијских услуга.⁷⁶ Осим тога, нерешени проблеми сукоба интереса омогућавају брокерско-дилерском друштву да искористи своју позицију и знање (информациону асиметрију) ради стицања личне користи, што представља вид манипулације тржиштем,⁷⁷ и као такав прети да изазове губитак поверења инвеститора у функционисање читавог тржишта капитала, а не само у његове поједине учеснике.⁷⁸

Угрожавање поверења инвеститора у функционисање тржишта и финансијских институција може да утиче на њихово повлачење из инвестиционе активности или избегавање коришћења услуга професионалних финансијских посредника.⁷⁹ Обе наведене последице губитка поверења су изразито неповољне из угла развоја тржишта капитала. Са једне стране, повлачење улагача из инвестиционе активности умањује капитал и обим трансакција, који чине неопходне покретаче развоја тржишта.⁸⁰ Са друге стране, избегавање коришћења услуга професионалних финансијских посредника умањује предности ослањања на њихову стручност и искуство у циљу оптималне алокације ресурса, а истовремено онемогућава уштеду трошкова, коју финансијски посредници остварују захваљујући економији обима.⁸¹ Закључује се да губитак поверења клијената у пословање брокерско-дилерских друштава, узрокован сукобом интереса, негативно утиче на развој и ефикасност тржишта капитала, и прети да угрози његову стабилност, а самим тим и стабилност привреде једне земље.

VIII Потреба за решавањем проблема сукоба интереса

Претходна излагања су показала да је сукоб интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената неизбежна појава на тржишту капитала, која са собом носи бројне стварне или потенцијалне проблеме. Штавише, нерешавање проблема сукоба интереса прети да угрози ефикасност и интегритет тржишта капитала. Отуда се у свим развијеним земљама проблемима сукоба интереса посвећује нарочита пажња. Мере

76 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 23.

77 К. S. Sullivan, *нав. чланак*, стр. 416, 425 и 426.

78 Упореди: Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 241.

79 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 4.

80 Упореди: R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 4.

81 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 4; упореди: А. Crockett, Т. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. xix и 6. О утицају злоупотребе сукоба интереса на економију обима в.: I. Walter, *нав. чланак*, стр. 10.

које се користе, односно предлажу за адекватно спречавање негативних последица сукоба интереса начелно обухватају тржишне и правне механизме. Иако би ослањање на само тржиште, односно његове учеснике био најпожељнији начин решавања проблема сукоба интереса, ближа анализа показује да такви механизми ипак нису довољни, односно адекватни за борбу против моралног хазарда брокерско-дилерских друштава.⁸² Из тог разлога је у овој области неопходно ослањање на државни интервенционизам, који обухвата правно уређење понашања брокерско-дилерских друштава у ситуацији сукоба интереса и правно санкционисање њиховог кршења дужности лојалности према клијентима.⁸³

Међутим, специфичност проблема сукоба интереса чини да општи правни механизми нису у стању да адекватно одговоре на потребе за њиховим регулисањем. Стога је јасно због чега сва савремена права тржишта капитала познају посебно правно уређење сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената.⁸⁴ Такво посебно правно уређење је у праву Европске уније садржано у Директиви ЕЗ о тржиштима финансијских инструмената и Директиви ЕЗ о злоупотреби тржишта, као и одговарајућим директивама о њиховом спровођењу (имплементацији).⁸⁵ Детаљна правила о сукобу интереса на нивоу Европске уније показују препознавање изузетног значаја овог питања за правилно функционисање и развој тржишта капитала.

Насупрот томе, потреби за решавањем проблема сукоба интереса се у праву Србије не поклања одговарајућа пажња. Српски Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената садржи само неколико одредби посвећених ситуацији сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената.⁸⁶ Сумарна и у много чему неадекватна регулатива Закона о тржишту капитала је делом узрокована тиме, што у Србији не постоји развијена свест о суштини проблема сукоба интереса и озбиљности њихових негативних последица. Отуда је неопходна едукација правника у овим питањима, јер ће развој свести о

82 М. Kruithof, *нав. рад*, стр. 9 и 10; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 249. О схватању, по коме тржишни механизми могу сами да реше проблем сукоба интереса, в.: R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 12 и 13; упореди: R. Cranston, *нав. чланак*, стр. 130; A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. N. White, *нав. дело*, стр. 6; J. A. C. Santos, *нав. рад*, стр. 11; Н. McVea, *нав. чланак*, стр. 249; I. Walter, *нав. чланак*, стр. 15 и 16.

83 R. Bahar, L. Thévenoz, *нав. дело*, стр. 4 и 14.

84 L. Enriques, *нав. чланак*, стр. 4.

85 Directive 2006/73/EC, Directive 2003/124/EC, Directive 2003/125/EC и Directive 2004/72/EC. В.: L. Enriques, *нав. чланак*, стр. 2.

86 Основне одредбе о сукобу интереса су садржане у чл. 161 ст. 1, 2 и 6 и чл. 162 Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (*Службени гласник РС*, бр. 47/2006).

проблемима и начинима њиховог разрешења истовремено представљати корак напред у правцу развоја српског тржишта капитала.⁸⁷

IX Закључак

Тема сукоба интереса између брокерско-дилерског друштва и његових клијената је у Србији занемарена од стране правника, како у теорији, тако и у пракси. У том смислу недостаје не само разумевање појма сукоба интереса, већ и основних проблема који изазивају потребу за специфичним правним уређењем. Овај рад је управо имао за циљ да пронађе одговор на питање, у чему се састоји проблем код сукоба интереса на тржишту капитала. Изложена анализа је показала да у ситуацији сукоба интереса није довољно искључиво ослањање на дужност поступања у интересу клијента. Постојање дужности лојалности само за себе не значи да ће брокерско-дилерско друштво имати довољан подстицај да такву дужност и извршава, док кршење ове дужности не значи да ће брокерско-дилерско друштво бити на адекватан начин санкционисано. Коначно, проблеми сукоба интереса нису од значаја само за *inter partes* однос између брокерско-дилерског друштва и конкретног клијента, већ имају шири домашај, који се огледа у нарушавању поверења инвеститора и угрожавању функционисања и развоја тржишта капитала једне земље. Стога је свеобухватно схватање проблема сукоба интереса неопходно полазиште за уочавање потребе за посебним правним уређењем и препознавање циљева којима такво правно уређење треба да служи.

Mag. Mirjana MARKOVIĆ, LL.M. (Humboldt)
Junior Faculty Member at the Faculty of Law, University of Belgrade

PROBLEM OF CONFLICT OF INTEREST BETWEEN BROKER-DEALER FIRM AND ITS CLIENTS

Summary

This article explores the specific character of conflict-of-interest problem between a broker-dealer firm and its clients. The first, introductory part of the article explains the meaning of the term “conflict of interest” in a general,

87 О потреби едукације инвеститора у погледу сукоба интереса в.: J. I. Gross, *нав. чланак*, стр. 641.

economic and legal sense. In addition to that, it describes the main types of conflicts of interest that can arise in practice between a broker-dealer firm and its clients. The second part of the article emphasizes the reasons that cause conflicts of interest to arise in the course of business of a broker-dealer firm. The author concludes that conflicts of interest are inevitable, since there is no reasonable and economically justified way of their total elimination or prevention. The third, main part of the article analyzes the development of theories with regard to problems of conflict of interest – from the outdated theory of their insignificance to the contemporary understanding of their seriousness. The article points out that the main problems of conflict of interest result from: information asymmetry in the situation of conflicting interests and breach of duty of loyalty, difficulties in detecting improper conduct of broker-dealer firms and problems of enforcing their liability. The fourth part of the article deals with negative consequences that can arise in the capital market because of numerous unsolved problems of conflict of interest. Finally, the author concludes that the seriousness and significance of this subject requires appropriate mechanisms for tackling problems of conflict of interest. In the EU this is partly achieved through the adoption of several directives addressing the problems, whereas in Serbia these questions still remain largely neglected.

Key words: *conflict of interest, broker-dealer firm, client, duty of loyalty, investor confidence, capital market.*