

TRGOVINA FINANCIJSKIM INSTRUMENTIMA (VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA, EFEKTIMA)

Prof. dr. sc. Petar Miladin*

UDK: 336.761.6
Izvorni znanstveni rad

Raspravlja se o trgovini financijskim instrumentima, ključnom poslu prava tržišta kapitala. Analiziraju se njegove privatnopravne i javnopravne strane. Trgovina vrijednosnih papira podrazumijeva financijsku komisiju, poslove vrijednosnim papirima s fiksnom cijenom i vlastitu trgovinu banke. Pravo tržišta kapitala nameće potrebu da se trgovini vrijednosnim papirima pristupi jedinstveno neovisno o tome što ona uključuje različite privatnopravne koncepte trgovanja vrijednosnim papirima. Umjesto nezgrapnog izraza poduzeće koje pruža usluge vezane uz vrijednosne papire koristi se pojam banke koji obuhvaća kreditne institucije i investicijska društva. Želi se naglasiti da je trgovina financijskim instrumentima izvorno bankarski posao koji obavljaju klasične banke, kreditne institucije te specijalne banke, investicijska društva, ali i da treba jedinstveno sagledati sve subjekte koji profesionalno pružaju usluge trgovine vrijednosnim papirima. Da odumrle izraze treba oprezno nadomjestiti aktualnim pozitivnopravnim kategorijama, potvrđuje i sračunato korištenje očito zastarjelim izrazom vrijednosni papir umjesto novokovanim izrazom financijski instrument. U okviru vrijednosnih papira uočavaju se posebnosti efekata, vrijednosnih papira kojima se trguje na tržištu kapitala, dakle kategorije preteče financijskih instrumenata. Ne može se, dakle, financijskim instrumentima prići naprečac, ne uvažavajući tradiciju koja je izrodila tu kategoriju. Činjenica da nemamo tradiciju prava tržišta kapital, sili nas da pomno proučimo tradicije tržišta kapitala nama porredbenih prava, jer jedino tako možemo ispravno primjenjivati složenu materiju prava tržišta kapitala.

Ključne riječi: financijska komisija, poslovi vrijednosnim papirima s fiksnom cijenom, vlastita trgovina banke

* Dr. sc. Petar Miladin, profesor Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg maršala Tita 14, Zagreb

I. OPĆENITO O FINANCIJSKOJ KOMISIJI, TEMELJNOM OBLIKU TRGOVINE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Nemaju svi ulagatelji neposredan pristup tržištu kapitala. U burzovnoj trgovini može se sudjelovati isključivo na temelju posebnog dopuštenja. ZTK pristup uređenom tržištu odnosno burzi izjednačuje s članstvom u burzi.¹ Razlozi kojima se pritom rukovodio zakonodavac su sljedeći: sudionicima tržišta kapitala nužno je potrebno osigurati da se mogu s povjerenjem pouzdati u uredno i neometano obavljanje poslova preko burze, a k tome i svaki se sudionik burzovne trgovine mora prihvatiti kao potencijalni ugovorni partner.² Svaki ulagatelj očitoma nema bonitet koji je nužan za upuštanje u burzovnu trgovinu pa je već zbog tog razloga potrebno posegnuti za burzovnim mešetarima, intermedijarima. Ulagatelji na tržište kapitala upućeni su u tom smislu na tržišne intermedijare. Osim investicijskih društava i kreditne institucije i njihova društva kćeri igraju kao tržišni posrednici, intermedijari, bitnu ulogu u trgovini vrijednosnim papirima. U radu

¹ V. glavu II. Uređeno tržište, poglavlje 3. Pristup uređenom tržištu, čl. 301. ZTKi nadalje. Sa stajališta hrvatskog prava instruktivna je odredba § 19 njemačkog BörsG-a prema kojoj: "(1) Uprava burze daje suglasnost za posjet burzi, za pristup burzovnoj trgovini i za osobe koje su ovlaštene trgovati za određenog člana burze. (2) Pristup burzovnoj trgovini dopušten je samo onome tko samostalno, trajno obavlja sljedeće poslovne djelatnosti koje se tiču burzovne robe: 1. nabavlja je i otuđuje za svoj račun; 2. nabavlja je i otuđuje u svoje ime i za vlastiti račun; 3. posreduje pri sklapanju ugovora na temelju kojih se nabavlja i otuđuje burzovna roba. (3) Pravila burze uređuju uvjete pod kojima burza daje suglasnost osobama koje pritom ne stječu pravo samostalnog pristupa burzovnoj trgovini."

² O trgovini financijskim instrumentima v. sa stajališta njemačkog prava Canaris, C.W., Bankvertragsrecht, 2. izdanje, u: Staub Handelsgesetzbuch Grosskommentar, Dritter Band, 3. Teil, Berlin, 1981., 16. dio, Effektingeschäft; Einsele, D., Bank- und Kapitalmarktrecht, 2., izmijenjeno i dopunjeno izdanje, 2010., § 8, Rbr. 1; Seiler/Kniehase, u: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts Handbuch. Band II, 4. izdanje, 2011., München, § 104; Starke, u: Kümpel/Witting, 4. izmijenjeno izdanje, 2011., Köln, 17. dio Effektingeschäft; Hopt, K.J., Der Kapitalanlagerschutz im Recht der Banken, München, 1975., str. 478 i dalje; Hopt, K.J., Insiderwesen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht, FS Heinsius, 1991., München, str. 289; Oulds, M.K., u: Kümpel/Witting, 4. izmijenjeno izdanje, 2011., Köln, 14. dio Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts; Ekkenga, u Schmidt, K. (ured.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 5 Viertes Buch. Handelsgeschäfte Erster Abschnitt. Allgemeine Vorschrift §§ 343-372, 2. izdanje, München, 2009., Effektingeschäft; Dreher, M., Das Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4. KWG-a, ZIP 2004, str. 2161-2169; Köndgen, Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?, ZBB 96, str. 361; Kümpel, S., Das Effektingeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes, WM 93, str. 2025; Roth, G.H., u: Assmann, H.D./Schütze, R.A., Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3., izmijenjeno i dopunjeno izdanje, München, 2007., § 10. Za austrijsko pravo v. Oppitz, u: Apathy/Irro/Koziol, Österreichisches Bankvertragsrecht, Band VI, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Wien, 2007., Das Effektingeschäft, str. 99. i nadalje.

se stoga koristi širim pojmom banke kojega značenje pokriva i kreditne institucije i investicijska društva.

Na temelju čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI među osnovne financijske usluge kreditnih institucija spada trgovanje za svoj račun ili za račun klijenta instrumentima tržišta novca, prenosivim vrijednosnim papirima, stranim sredstvima plaćanja uključujući mjenjačke poslove, financijskim ročnicama i opcijama, valutnim i kreditnim instrumentima.³ Zaprimanje i prijenos naloga te obavljanje naloga za račun klijenta temeljne su investicijske usluge ZTK.⁴ Odredba čl. 78. ZTK izričito uređuje **financijsku komisiju** kao ključni ugovor na temelju kojeg investicijsko društvo u svoje ime, a za račun svog klijenta, nalogodavca, nabavlja ili otuđuje financijske instrumente.⁵ Pod financijskim instrumentima razumiju se na temelju čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca, jedinice u subjektima za zajednička ulaganja te derivati. Instrumenti tržišta novca su tražbine kojima se uobičajeno trguje na tržištu novca, kao što su trezorski, blagajnički i komer-

³ Na temelju § 1 st. 1. t. 4. njemačkog KWG među bankovne poslove ubraja se nabava i otuđenje financijskih instrumenata u svoje ime, a za tuđi račun (posao financijske komisije). Pod financijskim instrumentima razumiju se na temelju § 1 st. 11. KWG, posebice, vrijednosni papiri tržišta kapitala, dakle dionice i obveznice te investicijski certifikati kao i vrijednosni papiri koji su usporedivi s dionicama i obveznicama. To vrijedi neovisno o tome jesu li ti vrijednosni papiri ukoričeni odnosno jesu li izdani u materijaliziranom ili nematerijaliziranom obliku.

Prije 1.1.1998. § 1 st. 1. reč. 2. Nr. 4. KWG definirao je tzv. posao efektima kao pribavljanje i otuđivanje vrijednosnih papira za druge, dakle za tuđi račun. To je odgovaralo tradicionalnom shvaćanju posla efektima kao pribavljanja i otuđivanja vrijednosnih papira za bankovnu klijentelu. O bankarskim poslovima bila je shodno tome riječ samo ako se trgovalo vrijednosnim papirima u smislu te odredbe KWG-a odnosno, tzv. efektima. Bilo je, međutim, sporno je li riječ o efektima koji su se u praksi izjednačili s vrijednosnim papirima kojima se trguje na tržištu kapitala, i to ne samo u slučaju nematerijaliziranih obveznica (vrijednosnih prava) koje su izdale javnopravne vlasti, nego i glede mnogih kratkoročnih instrumenata tržišta novca. To je stoga bio glavni povod da se posao efektima nadomjesti, usavrši financijskom komisijom 6. KWG-a novelom koja je stupila na snagu 1.1.2008. Financijska komisija rezultat je europskih napora za tim da se i srodne usluge instrumentima koji se tradicionalno ne smatraju efektima, a koje banke redovito pružaju na tržištu kapitala podvedu pod kategoriju komisijskog posla. Riječ je o uslugama koje banka pruža s naslova ugovora o službi sa svojim klijentom. Napori EZ urodili su Smjernicom EZ o usklađivanju bankovnih odredbi i odredbi kojima se nadzire tržište kapitala od 22.10.1997. Posao efektima nadomjestio je širi, potpuniji pojam financijske komisije. ZOKI i ZTK usklađeni su u tom dijelu sa zahtjevima spomenute Smjernice EZ.

⁴ Među investicijske usluge, čl. 5. st. 1. t. 6. i 7. ZTK, ubrajaju se i usluge provedbe ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa i bez obveze otkupa. Riječ je o emisijskom poslu. V. više o tome Miladin, P., *Pravni odnosi između društva izdavatelja, emisijskog konzorcija i ulagatelja (emisijski posao)*, Zbornik radova 49. susreta pravnika, Zagreb, 2011., str. 37. i dalje.

⁵ Čl. 78. st. 1. ZTK preusko govori o kupnji ili prodaji financijskih instrumenata. Prikladnije je koristiti se izrazima nabaviti ili otuđiti jer se financijski instrumenti ne moraju steći odnosno otuđiti isključivo kupnjom odnosno prodajom, nego, primjerice, i darovanjem ili zamjenom. Odredba u tom dijelu zahtijeva šire smisleno, teleološko tumačenje.

cijalni zapisi i certifikati o depozitu: instrumenti plaćanja nisu instrumenti tržišta novca (v. čl. 3. st. 1. t. 4. ZTK).⁶ Tržište novca uži je segment tržišta kapitala na kojem se trguje žiralnim novcem središnjih banaka i kratkoročnim te srednjoročnim instrumentima tržišta novca.⁷ Ponajprije je posrijedi međubankovno tržište te tržište središnjih banaka, no ono sve više uključuje i velika trgovačka društva.

Za pojam prenosivog vrijednosnog papira u smislu čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK bitno je da se konkretnim instrumentima trguje na tržištu kapitala.⁸ Pritom nije bitno trguje li se tim vrijednosnim papirima na uređenom tržištu kapitala.⁹ Budući da se pod prenosivim vrijednosnim papirima misli na vrijednosne papire kojima se trguje na tržištu kapitala, oni moraju biti fungibilni odnosno zamjenjivi odnosno sposobni da ih se svakodobno može međusobno razmijeniti kao jedinice kojima se trguje na tržištu kapitala.¹⁰ Mjenica i ček stoga nisu financijski instrumenti u smislu čl. 3. st. 1. t. 2. ZTK iako ih se inače smatra vrijednosnim papirima.¹¹ Derivati su, pak, financijski instrumenti u smislu čl. 3. st. 1. t. 1. d. ZTK. Pritom je riječ uglavnom o terminskim poslovima u obliku fiksnih ili opcijskih poslova koji su izvedeni iz bazičnih vrijednosti koje su propisane čl. 3. st. 1. t. 1. d. alineja 1. do 7. ZTK. Za razliku od definicije financijskih instrumenata koju propisuje ZTK, financijska komisija prema čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI-a obuhvaća i trgovinu devizama, no ne i drugim računskim jedinicama plaćanja.¹²

Izraz financijska komisija usko je oslonjen na trgovačkopravni pojam ugovora o komisiji. Komisionar u pravilu trajno, gospodarski obavlja uz proviziju poslove u svoje ime i za račun komitenta (čl. 785. ZOO; za komisionarov redoviti trgovačkopravni standard pozornosti v. čl. 790. ZOO). Dade li klijent svojoj banci nalog da mu nabavi ili otuđi određene vrijednosne papire, banka treba s drugim sudionicima tržišta kapitala sklopiti odgovarajuće poslove s vrijednosnim papirima kako

⁶ I prema njemačkom pravu, predmet naloga za obavljanje financijske komisije obuhvaća i instrumente tržišta novca odnosno tražbine kojima se u pravilu trguje na tržištu novca (v. § 1 st. 11. reč. 3. KWG). Instrumenti plaćanja nisu instrumenti tržišta novca. O instrumentima tržišta novca v. Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 37.

⁷ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 7. Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 3, smatra da treba razlikovati tržište kapitala od tržišta novca.

⁸ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 1 st. 11. reč. 2. KWG.

⁹ O uređenom tržištu kapitala v. čl. 3. st. 1. t. 20. ZTK.

¹⁰ Riječ je o postroženom režimu čl. 170. ZOO koji propisuje obvezu davanja stvari određenih po rodu. V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 1 st. 11. reč. 2. KWG.

¹¹ O mjenici i čeku kao vrijednosnim papirima v. pobliže Rastovčan, P./Katušić-Luger, R., , *Vrijednosni papiri – mjenica i ček*, Zagreb, 5., izmijenjeno izdanje, 1985.

¹² § 1 st. 11. reč. 1. KWG uključuje, međutim, i računске jedinice plaćanja, primjerice posebna prava vučenja MMF-a te obračunske jedinice u okviru cunentertrade-poslova, posebice, barter poslova. Njemačko pravo nadilazi stoga u tom dijelu zahtjeve Dodatka I poglavlja C Smjernice 2004/39 EZ o tržištima financijskih instrumenata. V. pobliže Schäfer, F., u: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, *Kreditwesengesetz*, 4. izdanje, 2012, § 1, Rbr. 222.

bi provela klijentove naloge.¹³ Te poslove vrijednosnim papirima banka ne obavlja isključivo na domaćem uređenom tržištu, ZSE, ni na inozemnim burzama. Klijentove naloge ona često izvršava i na izvanburzovnim tržištima kapitala.

II. VLASTITA TRGOVINA BANKE KAO SASTAVNI DIO TRGOVINE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Trgovina vrijednosnim papirima odnosno bankovni poslovi, tj. financijske usluge propisane čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI-a odnosno investicijske usluge propisane čl. 5. st. 1. t. 3. ZTK ne obuhvaćaju samo financijsku komisiju odnosno poslove kojima banka nabavlja ili otuđuje financijske instrumente u svoje ime, a za račun klijenta (v. čl. 785. ZOO) nego i trgovanje za vlastiti račun banke. Trguje li banka financijskim instrumentima za vlastiti račun, ona sama kupuje financijske instrumente koje klijent namjerava prodati odnosno prodaje klijentu financijske instrumente koje on želi kupiti. Banka tada sa svojim klijentom sklapa ugovor o prodaji financijskih instrumenata te poduzima odgovarajuće poslove pokriva kako bi osigurala ispunjenje klijentovih činidbi s naslova tih ugovora o prodaji financijskih instrumenata. Ako banka nabavi ili otuđi vrijednosne papire za svog klijenta, nije, dakle, uvijek riječ o provedbenom komisijskom poslu koji je banka poduzela s ciljem izvršavanja komisijskih naloga svoga klijenta. O provedbenom komisijskom poslu posebice nije riječ sklopi li banka sa svojim klijentom ugovor o prodaji vrijednosnih papira koje ona potom stječe od svoga klijenta kao kupac ili ih otuđuje svom klijentu kao prodavatelj. Takva vlastita trgovina banaka vrijednosnim papirima obavlja se sklapanjem **ugovora o trgovini vrijednosnim papirima s čvrstom, fiksnom cijenom.**

Br. 1. st. 3. njemačkih općih uvjeta poslovanja za trgovinu vrijednosnim papirima dobar je primjer definicije ugovora o trgovini vrijednosnim papirima s čvrstom, fiksnom cijenom: "Ugovore li banka i klijent čvrstu, fiksnu cijenu za pojedine poslove, sklapa se ugovor o prodaji prema kojem banka preuzima od klijenta predmetne vrijednosne papire kao kupac ili ih prenosi klijentu kao prodavatelj." Posebni uvjeti poslovanja domaćih banaka dotiču pitanje "kupnje ili prodaje financijskog instrumenta iz naloga po cijeni koju određuje klijent"¹⁴, ali ne

¹³ Na temelju čl. 78. st. 2. ZTK prihvaćanjem naloga sklopljen je ugovor kojim se investicijsko društvo obvezuje poduzeti radnje s ciljem sklapanja ugovora o kupnji ili prodaji financijskih instrumenata u skladu s nalogom i za račun klijenta, a klijent se obvezuje za obavljanje tih poslova platiti naknadu (prihvaćeni nalog). V. BGH WM 2002, str. 1502, 1503. V. i Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 3.

¹⁴ V. čl. 10. Općih uvjeta naloga za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata Raiffeisenbank Austria d.d.; čl. 17. Općih uvjeta poslovanja Erste&Steiermärkische Bank d.d. za brokerske i skrbničke usluge.

pojašnjavaju pravnu konstrukciju koja time nastaje. Takvu praksu treba što prije izmijeniti da bi banke i klijenti bili načistu u kakve pravne odnose ulaze.

Banka obavlja te poslove s čvrstom, fiksnom cijenom za svoj račun, kao, uostalom, i svoje druge bankarske poslove odnosno svoju **vlastitu trgovinu**. Obavljanje poslova za svoj račun karakteristično je upravo za ugovor o kupoprodaji. Primi li, pak, banka komisijski nalog, obvezna je za račun svoga klijenta, komitenta, a ne za svoj račun! - obaviti provedbeni komisijski posao koji kao kupac odnosno prodavatelj vrijednosnih papira sklapa s drugim sudionikom tržišta kapitala. Obavljanje poslova za račun klijenta karakteristično je, s druge strane, upravo za ugovor o komisiji.

Vlastita trgovina banke ima kao podvrsta ugovora o kupoprodaji u smislu čl. 376. ZOO određene posebnosti jer banka tada ne obavlja činidbu koja ima karakter posebne službe samo za sebe, nego i za svoga klijenta. Neovisno o tome što to čini za svoj račun, banka je pritom obvezna štititi interese svoga klijenta kao nalogodavca s naslova ugovora o službi, a ne pukog prodavatelja odnosno kupca.

ZTK i ZOKI sasvim šturo uređuju trgovinu za vlastiti račun kao investicijski odnosno financijski posao.¹⁵ Dade se, međutim, razabrati da je tada riječ o vlastitoj trgovini banke. Na temelju čl. 3. st. 1. t. 13. ZTK pod trgovanjem za vlastiti račun misli se na trgovanje korištenjem vlastitim kapitalom s ciljem zaključenja transakcije za vlastiti račun, s jednim ili više financijskih instrumenata. Vlastita trgovina banke povezana je usko s kategorijama održavatelja tržišta iz čl. 3. st. 1. t. 9. ZTK, sistematskog internalizatora iz čl. 3. st. 3. t. 8. ZTK i multilateralne trgovinske platforme iz čl. 3. st. 3. t. 19. ZTK. Održavatelj tržišta je shodno tome osoba koja neprekidno djeluje na tržištu financijskih instrumenata, spremna trgovati za vlastiti račun, kupnjom i prodajom financijskih instrumenata, po cijenama koje sama odredi, koristeći se vlastitim kapitalom. § 18. st. 3. t. 2. njemačkog WpHG instruktivan je utoliko – jer jasno dovodi u vezu vlastitu trgovinu banke s kategorijom održavatelja tržišta! - i sa stajališta hrvatske pravne i poslovne prakse. O vlastitoj trgovini banke je riječ “nudi li banka kontinuirano kupnju ili prodaju financijskih instrumenata na organiziranom tržištu ili u okviru multilateralnog trgovinskog sustava po cijenama koje je sama utvrdila; trguje li banka učestalo organizirano i sustavno za svoj račun izvan organiziranog tržišta ili multilateralnog trgovinskog sustava tako da trećima nudi sustav koji im je u načelu dostupan kako bi putem njega s njima poslovala ili nabavljala odnosno otuđivala financijske instrumente za svoj račun, ali kao činidbu s naslova službe za druge”.¹⁶ Tada nije ključno to što se sklopio samo ugovor o kupoprodaji između banke i klijenta.

¹⁵ V. čl. 5. st. 1. t. 3. ZTK te čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI. Na temelju čl. 3. st. 1. t. 13. ZTK pod trgovanjem za vlastiti račun misli se na trgovanje korištenjem vlastitim kapitalom s ciljem zaključenja transakcije za vlastiti račun, s jednim ili više financijskih instrumenata.

¹⁶ V. i glede financijskog posla § 1. st. 1a reč. 2. br. 4. njemačkog KWG.

Elementi ugovora o službi prianjaju uz takvu vlastitu trgovinu banke jer banka ne nastupa tada samo za sebe, za svoj račun, kao običan kupac odnosno prodavatelj, nego, također, i za svoga klijenta da bi odgovorila njegovim zahtjevima te nabavila ili otuđila vrijednosne papire. Nije stoga potrebno pored ugovora o kupoprodaji posebno sklopiti i ugovor o službi. Vlastitoj trgovini banke u tom su smislu elementi ugovora o službi prirodni.¹⁷

Veza između vlastite trgovine banke i ugovora o službi počiva na tome što banka tada trguje za svoj vlastiti račun, ali to ujedno čini i za druge. U spomenutim njemačkim zakonima to je izričito propisano, a u našem pravu ta rješenja treba na odgovarajući način primijeniti telološkim tumačenjem šturih odredbi ZTK i ZOKI-ja, kao i instituta multilateralnih trgovinskih sustava, sistemskog internalizatora te drugog izvanburzovnog trgovanja vrijednosnim papirima. Obveze koje banka ima kao komisionar prema svojim klijentima komitentima nakon što obavi provedbeni komisijski posao, ima na odgovarajući način i prema svojim klijentima s kojima je sklopila ugovor o kupoprodaji s naslova vlastite trgovine banke. Ponajprije je riječ o obvezama koje su propisane čl. 496. do 504. ZTK, a tiču se ugovora o depozitu vrijednosnih papira koji kod nas nije u dovoljnoj mjeri zakonski razrađen, što nepotrebno ugrožava pravnu sigurnost tržišta kapitala jer su ta bitna pitanja prepuštena širokom pravnom tumačenju.¹⁸

Bankovna trgovina vrijednosnim papirima (efektima) provodi se, dakle, u praksi ponajprije putem ugovora o financijskoj komisiji, a potom i vlastitom trgovinom banaka putem ugovora o kupoprodaji *sui generis*.

Financijska komisija u smislu zakonskog kataloga investicijskih odnosno bankovnih poslova (čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI; čl. 5. st. 1. t. 2. ZTK) ne obuhvaća ni u kom slučaju svu trgovinu vrijednosnim papirima, sve poslove efektima. Vlastita trgovina banaka odvojena je od financijske komisije već na temelju izričitih odredaba ZOKI-ja odnosno ZTK koje u tom smislu govore o dva različita investicijska odnosno bankovna posla. Nespornosti se mogu izbjeći samo razumije li se pod trgovinom vrijednosnim papirima tek nabavljanje ili otuđivanje vrijednosnih papira za račun bankovnih klijenata. Definicija trgovine vrijednosnim papirima gubi težinu u praksi krene li se, naime, raspravljati i o različitoj pravnoj prirodi činidbe koju pritom pruža banka (komisijskopravni provedbeni posao ili vlastita trgovina za klijentelu banke) te o tome u kojoj mjeri ona utječe na samu definiciju.

¹⁷ V. i Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 6.

¹⁸ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivne odredbe §§ 18-30 njemačkog DepotG te, posebice, § 31 DepotG koji upućuje na odgovarajuću primjenu tih pravila i u slučaju vlastite trgovine banaka. Razrada tih pitanja zahtijeva posebnu pravnu studiju.

III. TRGOVINA EFEKTIMA DIO JE INVESTICIJSKOG BANKARSKOG PRAVA

Anglosaksonsko bankarstvo dijeli se na investicijsko i komercijalno (Investment-Banking i Commercial Banking). Komercijalno bankarstvo obuhvaća tradicionalno poslovanje: polaganje novčanih sredstava (ugovor o novčanom pologu), platni promet (žirougovor) te kreditni posao. Investicijsko bankarstvo obuhvaća poslovanje vrijednosnim papirima u najširem smislu.¹⁹ Nije, dakle, riječ tek o nabavljanju ili otuđivanju vrijednosnih papira, nego, također, i o njihovu pohranjivanju i upravljanju za račun bankovnih klijenata te o sudjelovanju banaka prilikom emisija, izdavanja novih vrijednosnih papira. Investicijskom bankarstvu pripadaju sljedeći poslovi iz zakonskog kataloga bankovnih, financijskih poslova: trgovina vrijednosnim papirima, efektima te, posebice, u tom smislu financijska komisija; posao pohrane i skrbništva vrijednosnih papira (depozit vrijednosnih papira, čl. 5. st. 1. t. 14. ZOKI); emisijski posao (čl. 5. st. 1. t. 12. ZOKI); plasman vrijednosnih papira (čl. 5. st. 1. t. 6. i 7. ZTK); te investicijski posao u smislu ZIF-a. Društva za upravljanje investicijskim fondovima upravljaju imovinom investicijskih fondova za račun ulagatelja sukladno načelu raspodijele rizika koji se ponajprije ogleda u vrsti imovine u koju smiju ulagati društva za upravljanje. Riječ je o širem pojmu financijskih poslova, a ne o investicijskim bankovnim poslovima, upravljaju li banke, kao što je to uobičajeno, za račun svojih klijenata depozitima vrijednosnih papira odnosno financijskih instrumenata u koje su ti klijenti uložili, investirali, a pritom slobodno odlučuju o politici ulaganja. Tu je ponajprije riječ o poslovima upravljanja financijskim portfeljem (čl. 5. st. 1. t. 4. ZTK; čl. 5. st. 1. t. 13. ZOKI).²⁰

Trgovačka društva promijenila su modele svoga financiranja i to je odlučujuće pridonijelo tome da investicijsko bankarstvo premreži čitav svijet odnosno da postane globalni trgovački fenomen. Posebice veća tuzemna i inozemna trgovačka

¹⁹ Pravo SAD-a razlikuje *Asset-Management* i *Trust*-posao te je i u tom smislu presudno utjecalo na strukturu investicijskog bankarstva. *Asset-Management* obuhvaća mnoštvo činidbi s naslova ugovora o službi koje banka obavlja za privatne i institucionalne klijente, posebice upravljanje imovinom (upravljanje portfeljem), menadžment novčanih pologa i likvidnosti, upravljanje javnim i posebnim fondovima; investiranje u otvorene i zatvorene investicijske fondove te ulaganje u porezno inducirane modele.

Činidbe *Trust* posla šire su nego kod *Asset* menadžmenta. One obuhvaćaju i činidbe upravljanja imovinom koja izlazi iz kategorije efekata. Riječ je ponajprije o sudjelovanju u osnivanju i upravljanju zakladama, holding društvima, upravljanju ostavinom i izvršavanju oporuka. V. pobliže Miladin, P., Temeljni pravni i ekonomski okvir privatnog upravljanja imovinom, Zbornik radova Drugog skopsko-zagrebačkog pravnog kolokvija, Skoplje, 2008., str. 121-142; Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitne banke, Zbornik XLVI. susreta pravnika održanog u Opatiji, 12.-14. svibnja 2009., str. 355-395.

²⁰ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 7. njemačkog WpHG jer pomaže razabrati o kakvoj je strukturi pravnog posla tu riječ.

društva utražuju svoje financijske potrebe tako što izdaju vrijednosne papire na tržištu kapitala umjesto da se zadužuju klasičnim bankovnim kreditima. Banke, također, namiču sredstva za refinanciranje svojih vlastitih kredita tako što sve više izlaze na tržište kapitala i izdaju vrijednosne papire. Na djelu je stoga sve izraženiji gospodarski primat investicijskog bankarstva u odnosu prema tradicionalnom komercijalnom bankarstvu.

IV. RAZGRANIČENJE FINANCIJSKE KOMISIJE I SRODNIH FINANCIJSKIH ODNOSNO INVESTICIJSKIH USLUGA

Trgovina efektima dotiče se kao bankovni posao u mnogim pitanjima drugih bankovnih poslova vrijednosnim papirima koji su, također, obuhvaćeni investicijskim bankarstvom u širem smislu. Riječ je ponajprije o investicijskom poslu u smislu ZIF-a, o privatnom upravljanju imovinom te o vlastitoj trgovini banke (nostro trgovina).

4.1. INVESTICIJSKI POSAO U SMISLU ZIF-A

Društvo za upravljanje u smislu ZIF-a ima kao i kreditna institucija koja trguje efektima svojstvo banke (čl. 23. st. 2. i 3. ZIF).²¹ Društvo za upravljanje ima, dakle, status specijalne banke koja trguje na tržištu kapitala vrijednosnim papirima za račun ulagatelja, a ne za svoj račun (v. čl. 19. ZIF) te je ono utoliko kao investicijsko društvo srodno kreditnoj instituciji koja komisijske naloge svojih klijenata, također, obavlja za račun klijenta, a ne za svoj račun. Ulagatelj kao suimatelj imovine fonda sklapa stoga s društvom za upravljanje naplatni ugovor u kojem pretežu elementi ugovora o službi.²² Pravni odnos društva za upravljanje i ulagatelja ponajprije uređuju posebna pravila ZIF-a.

Opća pravila o pohrani, depozitu vrijednosnih papira vezana uz nabavnu financijsku komisiju (v. čl. 498. do 504. ZTK, Pravila Središnjeg klirinškog depozitarnog društva i Upute Središnjeg klirinškog depozitarnog društva), a kojima se štiti ulagatelje, potisnuta su, primjerice, posebnim pravilima ZIF-a. Posebna pravila ZTK i Središnjeg klirinškog depozitarnog društva ne primjenjuju se općenito na pravni odnos društva za upravljanje i ulagatelja u investicijske fondove.

²¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 15. V. i ZIF-u u tom dijelu srodan § 7 st. 2. InvG.

²² V. pobliže Miladin, P., Odnosi ulagatelja, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima i depozitne banke, Zbornik XLVI. susreta pravnika održanog u Opatiji, 12.-14. svibnja 2009., str. 355 i dalje.

Društvo za upravljanje ne trguje vrijednosnim papirima na tržištu kapitala na temelju pojedinačnih naloga, kao što je to kod financijske komisije, već ih kupuje i prodaje prema svojoj prosudbi, diskrecijskoj slobodi, koja je zadana općim uvjetima poslovanja konkretnog investicijskog fonda. Investicijski posao srodan je utoliko drugom bankovnom poslu, privatnom upravljanju imovinom. ZIF podvrgava stoga društvo za upravljanje strožim standardima pozornosti odnosno profesionalnosti prilikom upravljanja investicijskim fondom (v. čl. 30. ZIF).

4.2. PRIVATNO UPRAVLJANJE BANAKA IMOVINOM

Poslovi vrijednosnim papirima koje banka poduzima na tržištu kapitala u okviru uobičajenog privatnog upravljanja imovinom za račun klijenata, također, nisu trgovina vrijednosnim papirima, efektima u užem smislu. Banka ima u okviru privatnog upravljanja imovinom diskrecijsku slobodu glede ulaganja. Po tome se privatno upravljanje imovinom snažno razlikuje od trgovine vrijednosnim papirima, efektima. Smjernica 93/22 EZ o poslovima vezanim uz vrijednosne papire određuje poslovnu djelatnost, uslugu odnosno ugovornu činidbu o kojoj je riječ kao individualno upravljanje pojedinačnim portfeljima prema slobodnoj prosudbi koja je zadana ulagateljevim nalogom, mandatom. ZTK, usklađujući se sa spomenutim zahtjevima Smjernice 93/22 EZ, govori o upravljanju portfeljem pod čime misli na upravljanje portfeljem koji uključuje jedan ili više financijskih instrumenata, na individualnoj i diskrecijskoj ocjeni, a na temelju ovlasti klijenta.²³ Prosuđuje li banka slobodno, ovisi o tome počiva li u konačnici odluka o ulaganju na vlastitoj prosudbi banke. Riječ je tek o pomoćnoj usluzi vezanoj uz vrijednosne papire, o investicijskom savjetovanju (čl. 5. st. 1. t. 5. ZTK; v. i čl. 3. st. 1. t. 15. ZTK), dade li klijent banci određenu uputu, nalog za kupnju odnosno prodaju financijskih instrumenata rukovodeći se pritom preporukom banke kako da uloži svoja sredstva.

Slobodna prosudba banke treba kao bitno obilježje privatnog upravljanja imovinom doći do izražaja već u ustaljenim formularima na temelju kojih klijent daje banci nalog da upravlja njegovim portfeljem. Sadržaj tog naloga može se formulirati ovako.²⁴

“Banka upravlja imovinom koju je klijent kod nje pohranio svojom prosudbom na temelju ugovorenih ulagateljskih smjernica i nije dužna tražiti upute od klijenta kako da ulaže. Banka je pritom ovlaštena poduzeti sve mjere koje smatra svrsishodnima za upravljanje imovinom, a posebice ju je ovlaštena: nabavljati i

²³ V. čl. 3. st. 1. toč. 14. i čl. 5. st. 1. t. 4. ZTK-a, § 2. st. 3. t. 7. njemačkog WpHG-a govori o upravljanju za tuđi račun jednom ili s više imovina koja je uložena u financijske instrumente sukladno slobodnoj prosudbi banke.

²⁴ Primjer daju Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104 Rbr. 18.

prodavati; konvertirati ili zamijeniti vrijednosne papire; ostvarivati, kupovati ili prodavati povlaštena prava; nabavljati ili otuđivati devize.”

Privatno upravljanje banaka imovinom razlikuje se i od investicijskog posla koji uređuje ZIF, a u okviru kojeg društvo na upravljanje investicijskim fondovima ponajprije trguje vrijednosnim papirima jer je mahom riječ o fondovima vrijednosnih papira. Društvo za upravljanje ulaže kao institucionalni ulagatelj za zajednički račun ulagatelja novac koji su mu oni povjerovali ponajprije u vrijednosne papire na tržištu kapitala. Riječ je, dakle, o kolektivnom, a ne o individualnom upravljanju imovinom koje se susreće kod privatnog upravljanja imovinom.

U upravljanje imovinom spada i upravljanje fondom, najčešća varijanta investicijskog posla.²⁵ Individualna novčana ulaganja ograničavaju se kod ove varijante upravljanja imovinom isključivo na pribavljanje prava iz udjela u investicijskom fondu u smislu ZIF-a. Upravljanje fondom skrojeno je da bi se u što je moguće većoj mjeri standardiziralo i racionaliziralo upravljanje imovinom uz istodobni imperativ disperzije ulaganja. Ulagatelji mogu birati različite fondove, ovisno o svojim investicijskim sklonostima i spremnosti preuzimanja rizika. Oni se pritom mogu savjetovati s bankom koja će ovisno o tržišnoj vrijednosti udjela u pojedinim fondovima preporučiti klijentu fond koji ima najviše izgleda zadovoljiti njegove preferencije. Društvo za upravljanje isključivo je, dakle, ovlašteno trgovati vrijednosnim papirima koji pripadaju konkretnom fondu (v. čl. 30. st. 1. t. 11. ZIF koji na odgovarajući način vrijedi i za prodaju vrijednosnih papira koji pripadaju fondu).

4.3. VLASTITI POSLOVI BANKE (NOSTRO TRGOVINA)

Banke na tržištu kapitala bave se opsežno poslovima s vrijednosnim papirima, a da za to nisu dobile naloge svojih klijenata. Financijska komisija ne uključuje vlastite poslove banke, dakle poslove koje banka poduzima, a da za to nije dobila klijentov nalog (tzv. vlastiti ili nostro poslovi). Vlastiti ili nostro poslovi općenito su uređeni čl. 5. st. 1. t. 6. ZOKI-a odnosno čl. 5. st. 1. t. 3. ZTK. Poslovnim aktivnostima tog tipa mogu se ostvariti različiti gospodarski ciljevi. Banka može takvim transakcijama podići ili spustiti sudjelovanje u izdavateljima, emitentima. Banka obavlja vlastite poslove i kad radi održavanja tržišne likvidnosti kao tzv. *Market Maker* ili *Designated Sponsor* u elektroničkoj OMX trgovini na Zagrebačkoj burzi daje obvezujuće naloge za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata.²⁶ Vlastiti ili nostro poslovi poduzimaju se za vlastiti račun banke i

²⁵ Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 114; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 20 smatraju da treba razlikovati investicijski posao i posao upravljanja fondom. Pritom se pozivaju na § 1. st. 2. reč. 2. t. 6. KWG koji je u međuvremenu prestao važiti.

²⁶ Tako za Xetra trgovinu na Frankfurtskoj burzi Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 21.

služe posebice ulaganju vlastitih likvidnih novčanih sredstava te zarađivanju na razlikama u tečaju. Prihodi od vlastitih poslova trebaju pored zarade na provizijama za obavljanje poslova supstancijalno pridonijeti i godišnjim rezultatima banke jer kamatna marža iz tradicionalnih kreditnih poslova u razvijenim zemljama već dugo ne pokriva personalne i realne troškove banaka.²⁷

a) Razgraničenje vlastitih poslova banke (nostro trgovina) od vlastite trgovine banke

Vlastitu trgovinu banke treba strogo razgraničiti od vlastitih poslova banke. U poslovanju efektima, u odnosu između banke i njezina klijenta, obavlja se redovito i vlastita trgovina banke. Vlastitu trgovinu tog tipa banke ne obavljaju samo u svom vlastitom interesu, za razliku od spomenutih vlastitih poslova banke u nostro trgovini, već pritom izlaze ususret i zahtjevima odnosno nalogima svojih klijenata da se nabave odnosno otuđe određeni vrijednosni papiri. Vlastita trgovina ima, dakle, za razliku od vlastitih poslova banke, elemente ugovora o službi.²⁸ Banka se doduše bavi vlastitom trgovinom ponajprije za svoj račun, no ona pritom obavlja i naloge svojih klijenata tako da pritom ne trguje samo za svoj račun kao kod svojih nostro poslova, nego istodobno i za račun svojih klijenata. Na prvi pogled čini se da je definicija vlastite trgovine banke proturječna. Kako je, naime, moguće da banka istodobno trguje i za svoj račun i za druge? Pod time da banka kod vlastite trgovine trguje i za druge misli se na to da ona kao prodavatelj ili kupac sklapa s drugim odnosno sa svojim klijentom ugovor o kupoprodaji financijskih instrumenata po fiksnoj cijeni koju je svojim nalogom odredio klijent (čl. 789. st. 2. ZOO).²⁹ Posrijedi je slučaj iz čl. 789. ZOO kad komisionar sam izvršava komisijski nalog te se pritom ne služi trećim osobama s kojima inače sklapa provedbeni posao. Činjenica da je ovaj tip ugovora o kupoprodaji uređen odredbama ZOO-a o komisiji potvrđuje zaključak da se na kupoprodaju u tom slučaju primjenjuju odredbe ZOO-a o komisiji i nalogu odnosno pravila inominatnog ugovora o službi koji najpreciznije opisuje odnos banke i klijenta kod vlastite trgovine banke.

O vlastitoj trgovini banaka govori konkretno odredba čl. 100. ZTK prema kojoj se banka koja **trguje za svoj račun, ali obavljajući naloge klijenata** izvan uređenog tržišta ili MTP-a, smatra sistematskim internalizatorom ako udovoljava pretpostavkama čl. 21. st. 1. Uredbe Komisije EZ-a 1287/2006.³⁰ O trgovini za

²⁷ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 21.

²⁸ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 22; Starke, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 17.192.

²⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava, uz navođenje izvora koji to potkrjepljuju, Dreher, M., op. cit. u bilj. 2, str. 2169.

³⁰ Na tom tragu je i Prilog I., tablica 1. točka 5. Pravilnika HANFE o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama (NN 5/2003). U tu rubriku unose se podaci o tome u kojem je svojstvu

vlastiti račun kojom se izvršavaju nalozi klijenta izričito govori i čl. 5. e) Pravilnika HANFE o obvezama objave podataka o trgovanju (NN 5/2003). Karakter službe ima, i *market making*, specijalist operatera bilateralnih elektroničkih trgovinskih sustava, kao što je to uređeno čl. 347. Pravila Zagrebačke burze d.d.³¹ Za te trgovinske sustave tipično je da operater sustava postaje ugovorna strana glede svakog ugovora o kupnji odnosno prodaji vrijednosnih papira koji je sklopljen unutar tog sustava.³² Operater sustava sklapa za svaku transakciju sa sudionikom tržišta za svoj račun ugovore o kupnji i prodaji vrijednosnih papira. Kod te vrste kupoprodaje s naslova čl. 789. st. 2. ZOO nije međutim riječ tek o pukim ugovorima o kupoprodaji iz čl. 376. ZOO koji se inače sklapaju u međubankovnoj izvanburzovnoj trgovini. Operater sustava stvara, naime, svojom trgovinskom aktivnošću likvidnost koja je nasušno potrebna za sklapanje poslova među sudionicima tržišta te u tom smislu poduzima činidbe koje imaju karakter službe, a ne gole kupoprodaje. § 82. st. 2. BörsO FWB određuje, primjerice, da specijalist osigurava likvidnost za provedbu naloga za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Smišljeno je, dakle, stavljena u prvi plan činidba specijalista osigurati likvidnost, a ne njegove činidbe s naslova ugovora o kupoprodaji; prenijeti financijsku robu odnosno platiti za nju cijenu. Operater takvog trgovinskog sustava nije, dakle, ponajprije usredotočen na ostvarivanje svojih uskih interesa, kao što je to kod tradicionalne međubankovne trgovine. On, naime, istodobno djeluje i u interesu sudionika tržišta koji se inače koriste uslugama njegove trgovinske platforme za sklapanje ugovora s vrijednosnim papirima.³³ Sudjeluje li stoga operater sustava u sklapanju tih poslova vrijednosnim papirima kao ugovorna strana, posrijedi je poduzimanje posebne investicijske usluge, službe.³⁴ Operater trgovinskog sustava ispunjava time ključne pretpostavke vlastite trgovine za druge.

Odredi li se operaterova *market making* činidba kao služba koju on u načelu obavlja za druge odnosno sudionike sustava kojim on upravlja, jasno se podcrtava razlika od vlastitih poslova u međubankovnoj trgovini. Izvan burze banke međusobno trguju telefonom odnosno *on line* i u pravilu nikad ne mogu biti do kraja sigurne je li mešetar banke koju su kontaktirale uopće zainteresiran sklopiti posao. Pod pretpostavkom da sudionik izvanburzovnog trgovinskog sustava stavljaajući svoju ponudu odnosno nalog ostane u okvirima ponuda koje nudi taj

izvršena transakcija. Transakciju investicijsko društvo može prema opisu HANFE izvršiti za vlastiti račun ili za račun klijenta. Izvrši li investicijsko društvo transakciju za vlastiti račun, to može biti prema opisu HANFE na engleskom jeziku *either on its own behalf or on behalf of a client*.

³¹ V. u tom smislu § 80. st. 2. BörsO FWB (Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse).

³² V. u tom smislu Assmann, op. cit. u bilj. 2, WpHG, § 2, Rbr. 75; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 23.

³³ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104 Rbr. 32.

³⁴ V. u tom smislu Assmann, op. cit. u bilj. 2, WpHG, § 2, Rbr. 75; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 23.

trgovinski sustav, sudionik sustava može se s povjerenjem pouzdati u operaterov *market making* – jer je svrha te službe upravo ta da stvara likvidnost! – i računati s time da će ponuda odnosno nalog koji je dao putem tog trgovinskog sustava uroditi sklapanjem posla.³⁵

O vlastitoj trgovini “za druge” riječ je baš zbog toga što operater napaja konkretan trgovinski sustav likvidnošću – te ga time održava – i što to obavlja kao svoju registriranu djelatnost, kao što je to, primjerice u Njemačkoj, pa i kao neregistriranu poslovnu djelatnost, kao što je to kod nas. *Market makerima* trgovački sud treba dopustiti upis te poslovne djelatnosti iako ZTK i ZOKI ne uređuju izričito tu bitnu investicijsku odnosno financijsku uslugu. Time bi se bitno pridonijelo sigurnosti tržišta kapitala jer bi se pojasnile kategorije koje su za pravnu i poslovnu praksu, nažalost, ostale maglovite. Teleološkim tumačenjem čl. 3. st. 1. t. 13. ZTK i čl. 3. st. 1. t. 9. ZTK jasno je, naime, i da ZTK jasno razlikuje vlastite poslove banke (nostro poslove, čl. 3. st. 1. t. 13. ZTK) i vlastitu trgovinu banke za druge (čl. 3. st. 1. t. 9. ZTK) iako bi se doslovnim tumačenjem potonje odredbe ZTK-a moglo pogrešno zaključiti da banka tada trguje isključivo za vlastiti račun, što nije točno jer banka to čini, kao što je objašnjeno, ne samo za sebe nego i za druge odnosno sudionike trgovinskog sustava kojim upravlja.³⁶ Vlastiti posao banke (nostro posao) vrijednosnim papirima iz čl. 3. st. 1. t. 13. ZTK posrijedi je ako banka nabavlja ili otuđuje financijske instrumente za svoj račun, a pritom nije riječ o službi koju banka obavlja za druge u smislu čl. 3. st. 1. t. 9. ZTK.³⁷

Budući da operater trgovinskog sustava obavlja *market making* kao svoju službu svim sudionicima trgovinskog sustava, jasno je da poslovi vrijednosnim papirima koji se tako sklope nisu tek goli dvostrani ugovori kojima strane izmjenjuju svoje činidbe kao što je to s tradicionalnom međubankovnom trgovinom vrijednosnim papirima. Trgovinski sustav *market makinga* kojim upravlja trgovinski operater ne iscrpljuje se, dakle, u dvostranim ugovornim odnosima kao kod tradicionalne međubankovne trgovine; trgovinski je operater kao *market maker*, naime, u tom smislu srodan središnjoj drugoj ugovornoj strani (v. čl. 3. st. 1. t. 22. ZTK) te tržišnom operateru (v. čl. 3. st. 1. t. 22. ZTK) jer premrežuje i okuplja sve sudionike trgovinskog sustava usmjerujući k sebi sve njihove ambicije da trguju

³⁵ V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 24.

³⁶ U tom smislu sa stajališta našeg prava instruktivne su odredbe § 2. st. 3. t. 2. njemačkog WpHG (vlastita trgovina) i § 2. st. 3. reč. 2. njemačkog WpHG (vlastiti posao, nostro posao). Obrazloženje koje je njemačka Vlada uputila njemačkom parlamentu uz Nacrt zakona od 22.10.1997. kojim se njemačko pravo uskladilo sa zahtjevima EZ smjernica kojima se ujednačavaju bankarske odredbe i odredbe o nadzoru trgovine vrijednosnih papira, navodi kao praktični primjer tim zakonom u njemačko pravo novouvedene financijske usluge odnosno usluge vrijednosnim papirima “vlastite trgovine za druge” upravo *market making*. Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 117, smatra, međutim, da *market making* nije vlastita trgovina banke za druge, nego podvarijanta nostro posla, vlastitog posla banke.

³⁷ Tako izričito § 2. st. 3. reč. 2. njemačkog WpHG (vlastiti posao, nostro posao).

na platformi kojoj je on *market maker*. To što radi *market maker* tipično je, dakle, za svako burzovno uređeno tržište; on svojom aktivnošću zapravo stvara zasebno tržište kapitala.³⁸ Ta mrežasta struktura trgovinskog sustava koju tka *market maker*, jasno pokazuje da on svojom aktivnošću ne samo da održava stabilan tečaj vrijednosnih papira kojima se trguje na konkretnoj trgovinskoj platformi negi i jamči korisniku, sudioniku tog konkretnog trgovinskog sustava, da će vrijednosne papire koje je kupio putem tog sustava moći, također, ponovo i prodati putem tog istog trgovinskog sustava.

Uzme li se u obzir da kod vlastite (nostro) trgovine nije potrebno u toj mjeri štiti interese klijenata kao kod ostale trgovine vrijednosnim papirima, jasno je da se ZTK primjenjuje bitno uže na te poslove vrijednosnim papirima nego što je to s ostalim bankovnim, investicijskim poslovima koji se tiču trgovine vrijednosnim papirima. Odjeljak 3. poglavlja 2. ZTK nosi naziv: 'Uvjeti poslovanja i zaštita klijenata investicijskog društva' pa je već iz samog naslova jasno da se odredbe tog odjeljka ne primjenjuju na vlastite (nostro) poslove banke jer banka tada posluje u svoje ime i za svoj račun, a na to se, k tome, nije odvažila postupajući po nalogu svog klijenta. Odredbe tog odjeljka primjenjuju se, dakle, samo na financijsku komisiju, financijsko posredovanje te na vlastitu trgovinu (fiksne poslove).³⁹ Nije, dakle, riječ ni o kakvom kuriozitetu po kojem bi vlastita trgovina banke kao financijska usluga bila djelatnost koju banka uopće ne pruža svojoj klijenteli⁴⁰ budući da banka trgujući za svoj račun treba uvažavati i interese svojih klijenata koji se s povjerenjem pouzdaju u to da banka tu djelatnost obavlja u širem interesu tržišta kapitala.

Banke su, međutim, obvezne obavještavati HANFU o transakcijama financijskim instrumentima te objavljivati podatke o trgovini vrijednosnim papirima neovisno o tome obavlja li se ona po nalogu klijenta ili je banka poduzima za svoj račun neovisno o nalogu klijenta kao što je to kod njezinih vlastitih poslova (nostro poslovi). Na temelju čl. 113. st. 1. ZTK banke su dužne bez odgađanja obavještavati HANFU o svakom poslu s financijskim instrumentima koji je radi trgovine uvršten na uređeno tržište neke od država članica EU ili država članica EGP-a (europskog gospodarskog prostora).⁴¹ Na temelju Pravilnika HANFE o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama (NN 5/2003), pri tome nije bitno

³⁸ Uređeno tržište definira čl. 3. st. 1. t. 20. ZTK. V. u tom smislu, ali preoprežno, Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 24.

³⁹ Tako sa stajališta odredbama ZTKporedbenih §§ 31, 32 njemačkog WpHG Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 26.

⁴⁰ Tako, međutim, Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 1.

⁴¹ Uređeno tržište definirano je čl. 3. st. 1. t. 20. ZTK. Tu definiciju treba sagledati u širem kontekstu usklađivanja hrvatskog prava sa zahtjevima prava EU. Na temelju toga jasno je da pojam uređenog tržišta uključuje i uređeno tržište neke od država članica EU ili država članica EGP-a (europskog gospodarskog prostora). V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 27.

je li riječ o financijskoj komisiji, financijskom posredovanju, o vlastitoj trgovini ili, pak, o vlastitim (nostro) poslovima banke.⁴²

HANFA svakodobno treba baratati potrebnim informacijama o svim poslovima vrijednosnim papirima na tržištu kapitala jer je, posebice, samo tako kadra učinkovito suzbijati trgovinu povlaštenim informacijama te manipulaciju tržištem kapitala. Ona bi se u ostvarivanju svojih zakonom propisanih ovlasti morala osloniti na neprikladne informacije kad pravom tržišta kapitala ne bi bile iscrpno razrađene obveze banaka obavještavati HANFU o transakcijama vrijednosnim papirima. Zaštiti tržišta kapitala ne smije se, međutim, pristupati površno jer će HANFA u suprotnom ugroziti ostvarivanje svojih zakonskih zadaća. HANFA ne može, naime, sama doći do činjenica koje su podloga dobrog međunarodnog standarda nadzora tržišta kapitala.

4.4. RAZGRANIČENJE OD FINANCIJSKOG POSREDOVANJA I OTVORENOG FINANCIJSKOG ZASTUPANJA

O financijskoj komisiji nije riječ ni kad banka tek posreduje pri sklapanju poslova kojima se nabavljaju ili otuđuju financijski instrumenti odnosno nastupa li ona pri sklapanju tih poslova u ime i za račun svog klijenta. Tada je riječ o financijskom posredovanju. Čl. 1. st. 1. t. 1. ZTK u tom smislu govori o tome da banka zaprima i prenosi nalog glede jednog ili više financijskih instrumenata.⁴³ Ako se činidba banke ne iscrpljuje u tome da dovede u vezu klijenta i trećega glede sklapanja određenog ugovora o kupoprodaji financijskih instrumenata, banka može sklopiti ugovor s trećim u ime i za račun svoga klijenta. Moguće je i da banka ne posreduje između klijenta i trećega pri sklapanju konkretnih ugovora o kupoprodaji financijskih instrumenata, nego da klijentu dade određene preporuke ili savjete vezane uz kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Tada je riječ o posredovanju pri ulaganju u smislu čl. 5. st. 2. t. 5. ZTK.⁴⁴

Nastupi li banka kao otvoreni zastupnik, također, nije riječ o financijskoj komisiji. Koncept otvorenog zastupanja susreće se rijetko u trgovini vrijednosnim papirima, između ostalog i zbog toga što burzovne transakcije nisu oporezive.⁴⁵

⁴² V. Prilog I. Tablica 1. točka 5. tog Pravilnika HANFE.

⁴³ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava precizniju definiciju financijskog posredovanja u § 2. st. 3. t. 3. njemačkog WpHG.

⁴⁴ Ta odredba govori o investicijskom istraživanju i financijskoj analizi, kao i o ostalim preporukama koje se odnose na transakcije financijskim instrumentima. V. u tom smislu precizniju odredbu § 1 st. 1a t. 1. KWG.

⁴⁵ V. u tom smislu sa stajališta njemačkog prava koje je prije oporezivalo burzovne transakcije Einsele, D., op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 4; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 111. Porezne škare, prema tom prijašnjem njemačkom pravu, nisu zahvaćale transakcije vrijednosnim papirima ako je vrijednosne papire pribavljao prvi stjecatelj neposredno na temelju emisije

Nastupa li banka kao otvoreni zastupnik svog klijenta, kupac odnosno prodavatelj vrijednosnih papira nije ona, nego klijent u čije ime banka nastupa. Pitanje klijentove solventnosti presudno je provode li se burzovne transakcije putem otvorenog zastupanja. Primjena otvorenog zastupanja to je rizičnija uzme li se u obzir da kod burzovnih poslova drugoj ugovornoj strani u pravilu nije poznato je li njezin ugovorni partner, dotični klijent banke, solventan. Otvoreno zastupanje primjenjuje se stoga još samo onda kad banka određenu emisiju, izdanje vrijednosnih papira, plasira izvan burze u ime i za račun izdavatelja, emitenta.⁴⁶

Poslovi koje banka poduzima kao otvoreni zastupnik podvrgnuti su s regulatorijskog stajališta financijskom posredovanju u smislu čl. 5. st. 1. t. 1. ZTK. Banke su u svakom slučaju podvrgnute nadzoru HANFE odnosno HNB-a obavljaju li sve te vrste bankovnih poslova.

4.5. PRIKRIVENA FINANCIJSKA KOMISIJA

Financijska komisija i vlastita trgovina banaka mogu se obavljati samo ako je banka prethodno ishodila za to potrebnu suglasnost sukladno ZOKI-ju i ZTK-u. Nadzoru HNB-a odnosno HANFE nisu podložna društva, najčešće ortaštva, koja nisu banke, a bave se stjecanjem udjela u drugim društvima i trgovinom financijskim instrumentima za svoj račun.⁴⁷ Nije stoga riječ o financijskoj komisiji sudjeluju li članovi u društvima koja ulažu svoju imovinu u financijske instrumente. Pri tome je bitno da članovi u tim društvima potpuno ostvaruju svoja članska prava, da ne izađu iz okvira prava društava.⁴⁸ Posrijedi je prikriveni ugovor o financijskoj komisiji ojača li se društvenim ugovorom njihovo članstvo u mjeri da se više ne može govoriti o korporacijskom, već o pukom obveznopravnom vjerovničkom položaju članova društava. O tome je primjerice riječ oslobodi li se člana svih rizika vezanih uz poslovanje društva tako da on ne snosi ni rizik gubitka vrijednosti onog što je uložio u društvo. Pretpostavke prava društava uopće nisu ispunjene izda li, pak, društvo ulagateljima užitnicu, a ne članski udjel.⁴⁹ Tada takva društva obavljaju financijsku komisiju, a da za to nisu registrirana. Jednako vrijedi i kada

vrijednosnih papira (v. § 22 Kapitalverkehrssteuergesetz koji više nije na snazi). Klijent banke stjecao je vrijednosne papire u emisiji iz prve ruke tako da ga je njegova banka neposredno zastupala. Kad je porez na promet burzovnih transakcija prestao važiti, nestala je i potreba za otvorenim zastupanjem jer ono banci nosi znatan poslovnopolitički rizik.

Ostaje vidjeti hoće li se tu išta promijeniti ostvare li se aktualne europske najave o uvođenju poreza na burzovni promet odnosno na burzovne transakcije.

⁴⁶ Tako Einsele, D., op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 4.

⁴⁷ V. točno u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 1. st. 3. reč. 1. br. 1. i br. 5. KWG.

⁴⁸ Tako sa stajališta njemačkog prava Dreher, M., op. cit. u bilj. 2, str. 2169.

⁴⁹ V. odluku VG-a (Upravnog suda) Frankfurt od 7. 5. 2004. objavljenu u ZIP 2004, str. 1259.

društvo nudi ulagateljima da sudjeluju u certifikatima burzovnih indeksa te im izdaje priznamicu na donositelja koju im se obvezuje iskupiti na dnevnoj bazi.⁵⁰ Bave li se takva društva trgovinom vrijednosnim papirima, a da za to nisu dobila suglasnost HANFE i HNB-a, izlažu se ponajprije prekršajnojpravnoj odgovornosti s naslova čl. 571. st. 1. t. 1. ZTK.

V. TRGOVINA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA KAO TRGOVINA EFEKTIMA, PAPIRIMA TRŽIŠTA KAPITALA

5.1. POJAM EFEKATA

Poslovi efektima nerazdvojivo su povezani s tržištem kapitala. Posao efektima omogućuje srednjoročna i dugoročna ulaganja novčanih sredstava u financijske instrumente tržišta kapitala koji su kadri oploditi početni kapital, ulog. Za tu svrhu prikladni su mahom samo takvi vrijednosni papiri te s njima izjednačena članska, korporacijska te obvezna prava koja su izdana s rokom važenja duljim od dvije godine. Takvu ročnost imaju samo vrijednosni papiri tržišta kapitala. Obveznopravni papiri s ročnošću ispod dvije godine nisu stoga efekti, već je riječ o papirima tržišta novca koji su u širem smislu također vrijednosni papiri tržišta kapitala. Pojam efekta potvrđuje učenje o relativnosti pravnih pojmova, konkretno pojma vrijednosni papir koji tradicionalno označuje "ispravu kojom je neko pravo povezano tako da se ono bez nje ne može ni ostvariti niti preneti na drugoga."⁵¹ Poslovi efektima dotiču se, naime, samo onih vrijednosnih papira kod kojih svaki pojedini vrijednosni papir određene vrste utjelovljuje potpuno ista prava. Vrijednosni papiri iste vrste moraju biti zamjenjivi, fungibilni. Efekti nisu u suprotnom prikladni za trgovinu na tržištu kapitala jer bi bilo potpuno ne životno provjeravati vrstu i sadržaj prava koja su utjelovljena u papiru prije nego što se poduzme svaka transakcija vrijednosnim papirima na tržištu kapitala. Efekti se stoga u prometu identificiraju samo pomoću svoga kontrolnog broja i nominalnog iznosa za koji su izdani. Efekte karakterizira k tome i rastući trend dematerijalizacije, oni se mahom izdaju kao nematerijalizirana vrijednosna prava pa se po obrascu gotovinskog i bezgotovinskog novca barata izrazima žiralni vrijednosni papiri, efekti.

⁵⁰ V. odluku VG-a (Upravnog suda) Frankfurt od 12. 6. 2003. Odluka je navedena prema: Dreher, M., op. cit. u bilj. 2, str. 2167.

⁵¹ O pojmu vrijednosnog papira v. Katušić-Luger/Rastovčan, op. cit. u bilj. 11, str. 5 i dalje.

5.2. TRGOVINA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA, EFEKTIMA, DIO JE PRAVA TRŽIŠTA KAPITALA

Pravni okvir poslova efektima spada u pravo tržišta kapitala. Činidbe koje banke pružaju poslujući efektima neraskidivo su isprepletene s trgovinom vrijednosnim papirima koja se odvija na tržištu kapitala. Ulagatelji ne mogu, naime, zbog pravnopolitičkih i tehničkih razloga neposredno pristupiti tržištu kapitala. To se posebice tiče burza jer se u burzovnoj trgovini može sudjelovati samo na temelju posebnog dopuštenja. Radi li banka neposredno na burzi, ona se mora s povjerenjem pouzdati u to da će preko burze uredno i neometano poslovati sa svojim suugovarateljima. Trgovina vrijednosnih papira proteći će uredno i ostvariti zadaće koje joj je namijenila ekonomska politika samo ako su banke kadre točno na zadani termin isporučiti efekte svojim klijentima ili drugim sudionicima tržišta kapitala.⁵²

Povjerenje u sudionike burzovne trgovine nije, međutim, dovoljno. Sudionici burzovne trgovine moraju imati i za tu trgovinu potreban bonitet jer u suprotnom nije moguće ostvariti standard obveznog sklapanja burzovnih poslova. Oni ne mogu, naime, birati s kojim će od sudionika burzovne trgovine sklopiti ugovor. Uredna i neometana burzovna trgovina zahtijeva od svakog sudionika da prihvati sklapanje ugovora sa suugovarateljem kojeg mu u trgovini koja se odvija na parketu dodijeli osoba koja vodi postupak skotracije, obračuna, odnosno s kojim ga automatski "spari" elektronički trgovinski sustav (primjerice OMX na ZSE ili XETRA na FWB) konkretne burze.⁵³ Pravo tržišta kapitala ponajprije štiti funkcionalnost tržišta kapitala. Ona je moguća samo ako se u trgovinu na tržištu kapitala uključe banke jer upravo one u burzovnoj trgovini uravnotežuju, poravnavaju investicijsku ponudu i potražnju. Funkcionalnost tržišta kapitala ovisi, dakle, o bankama kao tržišnim intermedijarima te rezultira time da se poslovi efektima ne smatraju samo bankovnim poslovima u užem smislu zakonskog kataloga čl. 5. st. 1. t. 2. ZTK odnosno čl. 5. st. 1. t. 5. ZOKI, već i poslovnim djelatnostima tržišta kapitala.⁵⁴

Prožimanje tržišta kapitala i bankovnih poslova efektima dotiče se institucionalne funkcionalnosti koju treba razgraničiti od operacionalne i alokacijske funkcionalnosti tržišta kapitala.⁵⁵ Pod institucionalnom funkcionalnošću misli se na temeljne pretpostavke učinkovitog tržišnog mehanizma među koje posebice spada pristup investicijske ponude i potražnje tržištu kapitala te njihova likvidnos-

⁵² Tako Kümpel, S., op. cit. u bilj. 2, str. 2026.

⁵³ V. Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b; Ekkenga, op. cit. u bilj. 2. Effektengeschäft, Rbr. 3.

⁵⁴ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b.

⁵⁵ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b.

t.⁵⁶ Operacionalna funkcionalnost tržišta kapitala ovisi ponajprije o troškovima kojima su izloženi izdavatelji odnosno ulagatelji kad investiraju na tržište kapitala.⁵⁷ Alokativna funkcionalnost osigurava, suprotno tome, da se onim sredstvima koja ulagatelj ima na raspolaganju namaknu znatne uštede ulaže li se tamo gdje se jamči najviša rendita na ulaganja za koja u to vrijeme postoji najveća potreba, a ta ulaganja istodobno za ulagatelja nose najmanji rizik.⁵⁸

5.3. FUNKCIONALNOST TRŽIŠTA KAPITALA OVISI O UREDNOM OBAVLJANJU POSLOVA EFEKTIMA

Funkcionalnost tržišta kapitala kao najviše zaštićeno dobro prava tržišta kapitala ovisi u velikoj mjeri o urednom obavljanju poslova s efektima. Zakonsko i regulacijsko podzakonsko uređenje poslova s efektima dužno je osigurati i funkcionalnost različitih segmenata tržišta kapitala. Pravno uređenje poslova s efektima počiva također na državnom interesu za funkcionalnošću domaćeg tržišta kapitala. Pravno uređenje poslova s efektima ne rukovodi se, dakle, isključivo željom zakonodavca te regulatora da se pravedno urede ugovorni odnosi banke i njezina klijenta koji trguje efektima. Ono nastoji, također, štititi i državni interes – funkcionalnost tržišta kapitala. Pojedini ključni segmenti pravnog uređenja poslova s efektima mogu se stoga ponajprije sagledati sa stajališta prava tržišta kapitala. Oni izlaze iz sfere obveznog prava iz kojeg su potekli ugovorni odnosi banke i klijenta te zalaze u sferu prava tržišta kapitala koja je za te segmente matična. O tome se u svakom slučaju treba voditi računa prilikom primjene i tumačenja odredbi ZTK i regulacijskih podzakonskih odredbi koje uređuju poslove s efektima.

Odredbe odjeljka 3. poglavlja 2. glave I. drugog dijela ZTK kojima se uređuju uvjeti poslovanja i zaštita klijenata investicijskog društva zorno potvrđuju da je pravo tržišta kapitala matično pravno područje poslova s efektima. Banka je posebice dužna prilikom obavljanja svoje poslovne djelatnosti trgovine efektima postupati savjesno, u skladu sa standardima struke, dakle, s najvišim stupnjem pozornosti u konkretnoj vrsti obveznih odnosa (čl. 54. st. 1. ZTK), obavijestiti klijenta o svim činjenicama koje su bitne za poduzimanje konkretnog posla s efektima (čl. 56. ZTK) te poduzimati sve potrebne korake da bi izbjegla ili otклонila bilo kakav sukob interesa do kojeg bi moglo doći zbog toga što ona svom klijentu pruža usluge glede trgovine efektima (čl. 53. ZTK). Obveze poslovnog ponašanja banaka prilikom pružanja usluga klijentima koje se tiču trgovine financijskim instrumentima štite povjerenje ulagatelja u fer trgovinu vrijednosnim papirima, a samim time jačaju poredak tržišta kapitala i njegov integritet. U tome

⁵⁶ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b.

⁵⁷ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b.

⁵⁸ V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 105b.

ZTK igra ključnu ulogu jer je temeljni izvor prava tržišta kapitala. Bankarstvo je i inače sazđano na krhkim, fluidnim temeljima povjerenja klijenata tako da se i na funkcionalnost tržišta kapitala treba ponajprije gledati sa stajališta širenja prostora povjerenja bankovnih klijenata. Iščezne li povjerenje klijenata, nestaje u hipu sva čar mehaničke funkcionalnosti tržišta kapitala. Trgovina na tržištu kapitala podrazumijeva – i čisto operativno tehnički, a i pravno-politički – da se u nju uključe tržišni intermedijari. Klijenti koji kupuju ili prodaju financijske instrumente moraju se stoga s povjerenjem pouzdati u to da će ti intermedijari odnosno banke kao njihovi nalogoprincipi, komisionari, pri tome postupati u njihovu najboljem interesu (čl. 54. st. 1. ZTK). Naruši li se osjetnije povjerenje klijenta u konkretno tržište kapitala, postoji opasnost da se on iznevjeri i okrene leđa tom tržištu kapitala te sa sobom povuče sav svoj investicijski potencijal, sve te svoje nerealizirane ponude i potražnje, svoju financijsku budućnost koju bi inače dijelio s tim tržištem kapitala. Čak je i krah, pa i slom burzovnih indeksa za tržišta kapitala manje poguban od toga da mu presahne dotok svježeg, likvidnog novca, odnosno da ga se prestane obilno snabdijevati financijskom robom. Zupčanik mehaničke funkcionalnosti tržišta kapitala pokreće upravo likvidnost.

Pravno-politička perspektiva prava tržišta kapitala očito istura u prvi plan funkcionalnost tržišta kapitala. Ona se ne smije izgubiti iz vida kad se raspravlja o zakonskim obvezama poslovnog ponašanja banaka prilikom pružanja usluga koje se tiču trgovine financijskim instrumentima. Pravno uređenje poslova s efektima treba stoga sustavno smjestiti u pravo tržišta kapitala jer je upravo to njihovo matično pravno područje.⁵⁹

VI. IZVRŠAVANJE KOMISIJSKIH NALOGA

Kani li klijent kupovati ili prodavati financijske instrumente, u pravilu treba najprije dati svojoj banci nalog za kupnju ili prodaju tih financijskih instrumenata. Nalozi za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata izostat će samo ako banka i klijent tvrdo dogovore cijenu. Tada je riječ o dogovorima, poslovima s fiksnom cijenom (njem. *Festpreisgeschäft*). U tim slučajevima banka i klijent sklapaju odmah ugovor o kupoprodaji financijskih instrumenata.⁶⁰

Koncept financijske komisije bankama je posebno privlačan. On, naime, nudi banci slobodu, komociju posrednog zastupnika uz istodobno prevaljivanje rizika vezanih uz provedbeni posao kupnje odnosno prodaje financijskih instrumenata na komitenta, klijenta banke. Klijent i banka sklapaju ugovor o komisiji (čl. 785. ZOO) prihvati li banka nalog klijenta za kupnju ili prodaju financijskih instrume-

⁵⁹ V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2. § 104, Rbr. 105d.

⁶⁰ Tako BGH WM 2002, str. 1502, 1503.

nata.⁶¹ Komisionar je trgovac te, kao konkretno banka, obavlja svoju komisijsku poslovnu djelatnost samostalno, trajno radi stjecanja dobiti.⁶² Banka svoju komisijsku poslovnu djelatnost obavlja tako da u svoje ime, a za račun klijenta, komitenta nabavlja ili otuđuje financijske instrumente.

Banka ne treba izričito prihvatiti nalog svoga klijenta za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata. Budući da se ona bavi financijskom komisijom kao svojom registriranom poslovnom djelatnošću, banka je dužna bez odgađanja otkloniti naloge za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata ako s konkretnim nalogo-davcem, komitentom, stoji u stalnoj poslovnoj vezi ili ako mu se ona inače nudila da će upravo za njega komisijski kupovati ili prodavati financijske instrumente.⁶³ Šutnja tada obvezuje banku te ona odgovara komitentu na temelju čl. 265. ZOO za ispunjenje činidbi s naslova klijentova naloga. Prvi slučaj iz čl. 265. st. 4. ZOO nema veću praktičnu težinu jer banka rijetko pristupa klijentima kako bi od njih izmamila nalog za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Poslovi vrijednosnim papirima s fiksnom cijenom "sklapaju" se šutnjom samo ako banka i klijent prethodno dogovore cijenu. Dade li klijent banci puki nalog da ona za njega poduzme spomenuti fiksni posao, u pravilu treba zaključiti da se banka i klijent nisu suglasili o spomenutoj cijeni.⁶⁴

6.1. SKLAPANJE PROVEDBENOG POSLA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Banka obavlja komisijski nalog svoga klijenta tako da na burzi ili izvan burze sklopi tzv. provedbeni posao s drugim sudionicima tržišta kapitala. Budući da klijent ima jasan interes iskoristiti komisionarovo profesionalno znanje i iskustvo da se ne bi morao brinuti o tome što činiti nakon što se sklopi provedbeni posao, banka se kao komisionar sklapanjem ugovora o komisiji najčešće prešutno obvezuje poduzeti i dodatne radnje radi obavljanja provedbenog posla i prenošenja svega što je njime stečeno klijentu. Treba odbaciti koncept po kojem bi banka na temelju čl. 789. ZOO mogla po svom nahođenju odlučivati hoće li sama kupiti financijske instrumente svoga komitenta ili će mu sama prodati svoje financijske instrumente (slučaj kad komisionar kupuje komitentovu robu ili mu prodaje svoju robu).

Banka sklapa provedbeni posao u svoje ime, kao posredni zastupnik, a ne kao otvoreni, neposredni zastupnik svoga klijenta. Funkcionalnost tržišta kapitala name-

⁶¹ Tako sa stajališta čl. 785. ZOO poredbenog s § 362 HGB-a BGH WM 2002, str. 1502, 1503. Roth, G.H., op. cit. u bilj. 2, § 10, Rbr. 43.

⁶² Komisionar je na temelju čl. 790. st. 1. ZOO dužan čuvati povjerenu mu robu pažnjom dobrog gospodarstvenika. Na temelju toga treba zaključiti da je komisionar i inače u pravilu trgovac.

⁶³ V. pobliže o učincima šutnje u obveznim odnosima Miladin, P., Šutnja i konkludentne radnje u obveznim odnosima, ZPFZ, 58 (2008) 4, str. 923-995.

⁶⁴ Tako Hainsele, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 27.

će upravo taj koncept. Uredno i neometano funkcioniranje tržišta kapitala bitno ovisi o tome mogu li se sudionici tržišta kapitala međusobno pouzdati u to da će se njihove transakcije valjano dogovoriti, a potom i učinkovito provesti. Banke se, dakle, privatnopravno usklađuju s tim gospodarskim i tehničkim profilom tržišta kapitala.

Ako se ne ispune pretpostavke propisane čl. 265. ZOO, u obzir može doći i primjena čl. 262. ZOO o konkludentnom sklapanju ugovora o financijskoj komisiji ili posla s vrijednosnim papirima po fiksnoj cijeni. U tom slučaju nije dovoljna puka šutnja banke; ZOO ne zahtijeva, naime, da izjava o prihvatu prisprije ponuditelju ako takvu izjavu ne treba ni očekivati na temelju ustaljenih poslovnih običaja ili ako se ponuditelj sam odrekao te pretpostavke za sklapanje ugovora. Dovoljno je stoga da se klijentova ponuda prihvati konkludentnim radnjama, primjerice, započne li banka faktično s izvršavanjem klijentova naloga.⁶⁵

Banke zbog svojih poslovnih razloga puno polažu na to da prilikom provedbe naloga svojih klijenata ostale banke koje sudjeluju na tržištu kapitala ne stupe ni u kakav poslovnopravni odnos s njihovim klijentom. Upravo bi, međutim, nužno došlo do toga kad bi banka nastupala kao otvoreni, neposredni zastupnik svoga klijenta (v. čl. 309. st. 1. i st. 2. ZOO). Omogući li banka, naime, svom klijentu da stupi u neposredan poslovnopravni kontakt s drugom bankom koja sudjeluje na tržištu kapitala, iz tog bi se mogla izroditi poslovna veza njezina klijenta i te druge banke, a to je ono što banka najmanje priželjkuje jer nijedna banka ne prepušta olako svoje klijente svojim tržišnim takmacima odnosno drugim bankama.⁶⁶

6.2. SKLAPANJE PROVEDBENOG POSLA ZA RAČUN KLIJENTA

Banka obavlja doduše posao koji je na tržištu kapitala sklopila kako bi izvršila nalog svog klijenta u svoje ime, no ona to čini za račun svoga klijenta. To znači da banka treba prenijeti klijentu sve koristi i svu dobit koja je ostvarena tim poslom, ali i to da na klijenta pada sav gubitak iz tog posla te da on treba preuzeti obveze što ih je banka preuzela glede konkretnog provedbenog posla, dakle obavljajući u svoje ime povjerene joj poslove (čl. 773. st. 2. ZOO) odnosno na drugi način osloboditi banku tih obveza. Br. 3. st. 1. njemačkih općih uvjeta poslovanja za poslove s vrijednosnim papirima propisuje shodno tome da se prema pravu mjesta izvršenja posla na provedbeni posao primjenjuju propisi i opći uvjeti poslovanja (uzance)⁶⁷ koje tamo važe za trgovinu vrijednosnih papira te opći uvjeti poslovanja ugovornog partnera banke. Ta odredba instruktivna je sa stajališta tumačenja Pravila Zagrebačke burze.

⁶⁵ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1838; Einsele, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 28.

⁶⁶ V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 110.

⁶⁷ Propisi i opći uvjeti poslovanja mjerodavni prema mjestu izvršenja posla izjednačuju se, dakle, s burzovnim uzancama.

Posebice su bitne burzovne uzance kod kojih je zapravo riječ o općim uvjetima poslovanja vrijednosnim papirima i koje utvrđuje ovlaštenu burzu. Burzovne uzance imaju karakter općih uvjeta poslovanja u odnosima između banaka kao tržišnih intermedijara i njihovih klijenata koji daju naloge za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira. Široko shvaćanje općih uvjeta poslovanja dopušta da se pod burzovnim pravilima ili uzancama zapravo kriju opći uvjeti poslovanja koje ovlaštenu burzu utvrđuje doduše samo za poslove vrijednosnim papirima koji se sklapaju na burzi, no njih se samim time nameće bankama kao tržišnim intermedijarima.⁶⁸ Takve ugovorne odredbe koje je sastavila i utvrdila treća strana – ovlaštenu burzu! – imaju karakter općih uvjeta poslovanja postanu li na prijedlog jedne ugovorne strane sastavni dio ugovornog odnosa. Upravo o tome je riječ kad banke umeću burzovne uzance koje imaju karakter općih uvjeta poslovanja u ugovor s klijentom koji im je dao nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira. Burzovne uzance nemaju, međutim, karakter općih uvjeta poslovanja u odnosima među bankama koje sudjeluju u burzovnoj trgovini, i to neovisno o tome što su one sastavni dio kupoprodajnih ugovornih odnosa na kojima se temelje burzovni poslovi. Uprava burze kao ovlaštenu burzu utvrđuje burzovne uzance kao opće uvjete poslovanja sudionika burzovne trgovine te tako ostvaruje svoje javnopravne ovlasti. Kani li jedna ugovorna strana jednostrano zadrijeti u slobodu ugovaranja svoga ugovornog partnera, *ratio legis* odredbe čl. 295. ZOO zahtijeva da jedna od tih dviju ugovornih strana ima ulogu korisnika općih uvjeta poslovanja te da upravo ta strana putem unaprijed sastavljenih općih uvjeta poslovanja nasrće na slobodu ugovaranja druge ugovorne strane. Unošenje unaprijed sastavljenih klauzula općih uvjeta poslovanja mora se, dakle, pribrojiti jednom ugovornom partneru, korisniku općih uvjeta poslovanja. U odnosu među burzovnim, tržišnim intermedijarima koji su inače uređeni burzovnim uzancama nema, međutim, tog korisnika općih uvjeta poslovanja.⁶⁹

6.3. RIZIK STEČAJA TRŽIŠNOG SUUGOVARATELJA

Prema pravilima ugovora o komisiji, komitent odnosno klijent snosi rizik stečaja komisionarovog, bančinog ugovornog partnera iz provedbenog posla. To rješenje kosi se s prirodom financijske komisije. Opći uvjeti poslovanja za trgovinu vrijednosnim papirima trebaju stoga izričito odstupiti od tog općeg režima ugovora o komisiji i propisati da banka kao komisionar odgovara za uredno ispunjenje obveza svoga suugovaratelja iz provedbenog posla odnosno ugovornog partnera svoga međukomisionara.⁷⁰ Obveze banke podudaraju se u tom dijelu s obvezama

⁶⁸ V. u tom smislu Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 110.

⁶⁹ Tako i Oulds, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 14.192; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 114.

⁷⁰ V. u tom smislu br. 9. reč. 1. njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

koje ona ima prema svom klijentu s naslova čl. 789. ZOO (kad komisionar kupuje robu komitenta ili mu prodaje svoju robu). Tuzemna banka svom klijentu, ugovornom partneru iz provedbenog posla, dostavlja, naime, obračun čim joj njezin, najčešće inozemni, međukomisionar javi da je izvršio komitentov nalog. Tuzemna banka time konkludentno izražava svoju volju, u smislu čl. 789. ZOO, o tome da kupi financijske instrumente od svog ugovornog partnera iz provedbenog posla odnosno da mu proda svoje financijske instrumente. Time se, dakle, između banke i klijenta, njezina partnera iz provedbenog posla, sklapa odgovarajući ugovor o kupoprodaji financijskih instrumenata. Klijent ima prema banci s naslova tog ugovora zahtjev za isplatu cijene odnosno za isporuku financijskih instrumenata kao predmeta prodaje. Banka preuzima, dakle, i u slučaju kad nastupa s naslova čl. 789. ZOO, prema klijentu punu odgovornost za provedbu konkretne burzovne transakcije.

To nije, međutim, slučaj u razdoblju pošto banka zaprimi klijentov nalog, a prije nego što se sklopi provedbeni posao. Općim uvjetima poslovanja za trgovinu vrijednosnim papirima treba stoga izričito propisati da u razdoblju pošto je prosljedila klijentov nalog banci međukomisionaru, a prije nego što se na tržištu sklopi provedbeni posao, tuzemna banka odgovara samo za izbor banke međukomisionara te za upute (odgovornost *ob culpam in eligendo*, *ob culpam in instruendo*) koje je dala banci međukomisionaru.⁷¹

Uključi li se u trgovinu financijskim instrumentima središnja druga ugovorna strana, otpada spomenuti rizik stečaja tržišnog suugovaratelja. Središnja druga ugovorna strana je osoba koja radi poravnanja poslova s financijskim instrumentima sklopljenim na uređenom tržištu, MTP-u ili izvan uređenog tržišta i MTP-a preuzima odgovornost za ispunjenje obveza jedne ugovorne strane prema drugoj tako što u svakom ugovoru nastupa kao novi prodavatelj prema kupcu odnosno kao novi kupac prema prodavatelju.⁷² Danas ZTK upućuje svojim čl. 3. st. 1. t. 22. na šturu definiciju središnje druge ugovorne strane iz čl. 3. Zakona o konačnosti namire u platnim sustavima i sustavima za namiru financijskih instrumenata. Prema toj definiciji središnja druga ugovorna strana je subjekt koji posreduje između institucija u sustavu i koji djeluje u svojstvu jedine ugovorne strane u odnosu prema tim institucijama vezano uz njihove naloge za prijenos. Središnju drugu ugovornu stranu uvela je 2003. Frankfurtska burza vrijednosnih papira. Uvele su je i Londonska burza vrijednosnih papira te udruga burzi Euronext čija je trgovinska platforma započela s radom 2001. na Pariškoj, Amsterdamskoj i Briselskoj burzi.

Na temelju odredbe čl. 345. Zagrebačke burze njezini članovi dužni su prilikom poravnanja i namire po transakcijama sklopljenim na uređenom tržištu i MTP-u primjenjivati propise i pravila institucionalnog sustava putem kojeg se odvija postupak poravnanja i namire. Namira je plaćanje vrijednosnih papira odno-

⁷¹ Tako izričito br. 9. reč. 2. njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

⁷² Tako stara, danas nevažeća, odredba čl. 3. st. 1. t. 22. ZTK.

sno zamjena jednih vrijednosnih papira za druge, a poravnanje je postupak uspoređivanja podataka po sklopljenim poslovima s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, utvrđivanje rokova podmirenja tih poslova te izračunavanje obveze na namiru (v. čl. 499. ZTK, čl. 118. Pravila SKDD-a). Na temelju čl. 502. st. 1. ZTK poravnanje i namira transakcija sklopljenih na uređenom tržištu i MTP-u u RH s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima koji su upisani u središnjem depozitoriju obavlja se putem sustava poravnanja i/ili namire kojim upravlja SKDD, osim ako burza odnosno operater MTP-a ne izabere sustav poravnanja i/ili namire kojim upravlja drugi operater sukladno odredbama ZTK.⁷³ Čl. 95. Pravila SKDD-a potvrđuje tu svoju zadaću koju mu daje ZTK. Pravila burze razgraničavaju, međutim, ugovornu namiru i pojedinačnu namiru (čl. 106., čl. 109. Pravila SKDD-a). SKDD je faktično središnja druga ugovorna strana samo glede tzv. ugovornih namira (v. listu iznimki iz čl. 109. Pravila SKDD-a). Transakcije s vrijednosnim papirima koji nisu prihvatljivi za usluge poravnanja i namire nisu uključeni u postupak poravnanja i namire (čl. 98. Pravila SKDD-a).

Glavna je zadaća središnje druge ugovorne strane da rastereti trgovinski sustav rizika stečaja ugovornog partnera iz provedbenog posla. Svi preostali sudionici određenog trgovinskog sustava preuzimaju, naime, solidarno obveze koje terete središnju drugu ugovornu stranu zbog toga što određeni sudionik trgovinskog sustava nije kao ugovorna strana iz provedbenog posla ispunio svoje obveze iz tog posla, a trgovinski sustav nije se uspio namiriti ni iz sredstava osiguranja koja je taj sudionik dao trgovinskom sustavu kao osiguranje za ispunjenje svojih obveza iz provedbenog posla. Time se u biti socijalizira rizik neispunjenja obveza iz provedbenog posla. Odredba čl. 531. ZTK nameće u tom smislu obvezu SKDD-u da ustroji jamstveni fond za podmirenje obveza članova SKDD-a kad oni na svojim računima nemaju dovoljno sredstava odnosno financijskih instrumenata za **ugovornu namiru**. Sredstva jamstvenog fonda ne mogu se koristiti u druge svrhe, a ne mogu se ni ovršiti vodi li se ovršni postupak protiv člana tog fonda odnosno SKDD-a.

Uključi li se središnja druga ugovorna strana u trgovinu vrijednosnim papirima, tražbine plaćanja mogu se obračunati s obvezama plaćanja ako su te tražbine odnosno obveze proizašle iz poslova koje je poduzela središnja druga ugovorna strana. Tržišni intermedijari dužni su tada podmiriti samo saldo koji potom preostane. Posrijedi je klirinška funkcija središnje druge ugovorne strane. Transakcije s vrijednosnim papirima koji nisu prihvatljivi za usluge poravnanja i namire, nisu uključeni ni u klirinški postupak niti u postupak poravnanja i namire (v. u tom smislu čl. 98. Pravila SKDD-a).

⁷³ U tom smislu upućuje se na odredbu čl. 535. ZTK.

6.4. PRAVILA UGOVORA O NALOGU I UGOVORA O SLUŽBI U UNUTARNJEM KOMISIJSKOM ODNOSU BANKE I KLIJENTA

Banka i klijent sklapaju ugovor o komisiji, a taj ugovor ima karakter neimenovanog, inominatnog ugovora o službi. Karakteristična činidba banke odnosno predmet službe koju banka obavlja svom klijentu, komitentu, sastoji se u tome da se banka za naknadu stara o poslovima svoga klijenta koji se tiču kupoprodaje vrijednosnih papira. Nema, naime, zapreke da pojedini ugovor o službi ispunjava ujedno i pretpostavke nekog drugog posebnog tipa ugovora. O tome je, posebice, riječ kod ugovora o komisiji jer je on u pravilu ujedno i ugovor o službi budući da banka mahom trajno, a ne jednokratno, obavlja činidbe s naslova tog ugovora za svoga klijenta. Dade li, dakle, klijent banci nalog za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira, između banke i klijenta ne sklapa se samo ugovor o komisiji, nego i ugovor o službi. Banka se shodno tome stara da svom klijentu, komitentu, nabavi ili otuđi vrijednosne papire. Naknada koju banka zaračunava za poduzimanje te službe naplaćuje se u obliku uobičajene provizije za trgovinu efektima, vrijednosnim papirima koju banke određuju svojim općim uvjetima poslovanja (čl. 797. ZOO). Prilikom određivanja visine provizije banka treba voditi računa o tome da se provizija dovede u određeni sklad s obavljenim poslom i postignutim rezultatom (čl. 797. ZOO).

Banka i klijent uspostavljaju ugovorni odnos u kojem banka ne preuzima prema klijentu činidbu s naslova ugovora o djelu. Činidba banke nije stoga u pravilu usmjerena na sklapanje provedbenog posla kojim bi se nabavili ili otuđili vrijednosni papiri koji su spomenuti u nalogu klijenta banci za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira, nego tek u tome da se banka brižljivo pomuči da se izvrše klijentovi nalozi, da se sklopi spomenuti provedbeni posao.⁷⁴ Predmet ugovora nije stoga ostvarenje određenog rezultata u smislu ugovora o djelu (čl. 590. ZOO), već obveza banke slabijeg intenziteta da se brižljivo pomuči za obavljanje klijentova naloga. Sklopi li, međutim, banka provedbeni posao, ona u pravilu preuzima prema klijentu odgovornost za ispunjenje obveza svoga suugovaratelja iz provedbenog posla (delkredere odgovornost, čl. 795. st. 1. ZOO).⁷⁵ Delkredere odgovornost banke podrazumijeva u svakom slučaju da su banka i njezin partner iz provedbenog posla valjano dogovorili konkretan provedbeni posao.⁷⁶ Posebni uvjeti banaka za poslove s vrijednosnim papirima trebaju izričito propisati to pravilo o delkredere odgovornosti banaka.

⁷⁴ Tako Canaris, C.W., op. cit. u bilj. 1, Rbr. 1822; Ekkenga, J. op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 92; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 117.

⁷⁵ Tako Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 16; tako u konačnici, iako prilično nerazgovijetno, Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Effektengeschäft, Rbr. 93.

⁷⁶ Tako i sa stajališta hrvatskog prava instruktivna presuda njemačkog BGH od 25. lipnja 2002. objavljena u WM 2002, str. 1687 i dalje.

Na ugovorni odnos banke i klijenta primjenjuju se osim pravila ugovora o službi i odredbe ZOO-a o ugovoru o nalogu (čl. 763. ZOO i dalje). Banka je, naime, o obavljenom poslu dužna klijentu položiti račun i prenijeti bez odugovlačenja sve što je primila na temelju obavljanja povjerenih joj poslova, neovisno o tome je li ono što je primila za nalogodavca bilo ovome dugovano ili ne (čl. 768. ZOO, v. u tom smislu funkcionalno srodnu odredbu ugovora o komisiji, čl. 794. ZOO). Dobije li ona nalog za kupnju vrijednosnih papira, obvezna je prenijeti svom klijentu sve vrijednosne papire koje joj je isporučio njezin ugovorni partner iz provedbenog posla. Dobije li ona, pak, nalog da otuđi vrijednosne papire svoga klijenta, obvezna je svome klijentu prenijeti svu cijenu koju je namaknula prodajom vrijednosnih papira svom ugovornom partneru iz provedbenog posla. Potonju činidbu banka ispunjava pripisujući dobivena sredstva saldu klijentova žiroračuna.

Banka ima pravo zahtijevati od svoga klijenta da joj za njezinu činidbu plati ugovorenu proviziju, a ima pravo i na naknadu troškova (čl. 773. st. 1. ZOO, v. u tom smislu funkcionalno srodnu odredbu ugovora o komisiji čl. 798. ZOO).

6.5. OBVEZA BANKE DA SVE ŠTO JE PRIMILA IZ PROVEDBENOG POSLA RAZVRSTA SVOM KONKRETNOM KLIJENTU

Obveza banke da svome klijentu prenese sve što je za njega primila (čl. 794. st. 2. ZOO) tiče se konkretnog ugovora koji je obavila na tržištu izvršavajući nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira upravo tog klijenta. Pravo klijenta da od svoje banke zahtijeva prijenos svega što je stekla radeći za njega temelji se na tome da je banka provedbeni posao poduzela na tržištu upravo za račun svoga konkretnoga klijenta. Ta obveza banke podrazumijeva da ona taj provedbeni posao razvrsta kad za to dođe vrijeme upravo onom svom klijentu za račun kojega je taj posao i bila poduzela. Kad se provedbeni posao obavi, banka treba biti kadra dokazati da je riječ o poslu za svoga točno određenog klijenta. Komisionar nije stoga tek paušalno dužan priopćiti komitentu s kojom je osobom obavio posao što mu ga je komitent povjerio (čl. 793. st. 1. ZOO), on je, naime, dužan već prilikom sklapanja svakog pojedinog posla voditi računa o tome da ga sklapa komisijski. Nisu stoga ispunjeni zahtjevi čl. 794. st. 2. ZOO ako banka okrupni više naloga svojih klijenata (blok nalozi) te klijentima prenese prosječno ostvarenu cijenu po tim izvršenim nalozima.⁷⁷ Banka stoga mora u svako doba biti kadra razvrstati provedbeni posao točno određenom klijentu za račun kojega je obavljen. Ona je, naime, prema općim pravilima o obavljanju naloga dužna svom klijentu položiti račun o obavljenom poslu. Obveza polaganja računa uključuje, također, proved-

⁷⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog prava Ekkenga, op. cit. u bilj. 2. Rbr. 496; Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 15.

beni posao koji je banka sklopila na tržištu za račun svoga klijenta (čl. 794. ZOO, v. u tom smislu funkcionalno srodnu odredbu ugovora o nalogu, čl. 768. ZOO).

Primjena čl. 794. st. 2. ZOO standardizirala se u trgovini vrijednosnim papirima. Razvrstavanje komisijskih provedbenih poslova točno određenom klijentu za račun kojega su poduzeti znatno olakšavaju automatski sustavi kojima se prosjeđuju nalozi klijenata za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Riječ je o elektroničkim sustavima za obradu podataka kojima se nalozi klijenata za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira po načelu *Order Routing* unose u elektroničku knjigu naloga voditelja skontracije koji je zadužen za transakcije tim vrijednosnim papirom, posebice za utvrđivanje njihove burzovne cijene.⁷⁸ Nalozi klijenata pretvaraju se odgovarajućim tehničkim postupcima od naloga klijenta u nalog koji banka kao elektroničku poruku prosjeđuje ostalim burzovnim mešetarima budući da samo oni mogu sudjelovati u burzovnoj trgovini. Burzovni mešetar poslije te naloge veže uz određeni tečaj koji je utvrđen za konkretni provedbeni posao te se tako stvaraju pretpostavke da banka o provedbenom poslu položi račun svom klijentu.

Pod voditeljem skontracije misli se na banku odnosno investicijsko društvo koje je HANFA te uprava burze ovlastila da utvrđuju burzovnu cijenu određenih vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi odnosno da provodi tzv. postupak poravnanja o kojem govori ZTK. Daje li HANFA potrebnu suglasnost, posrijedi je postupak odobrenja za rad banaka i investicijskih društava o kojem govori čl. 13. ZTK.⁷⁹ Na temelju Pravilnika o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama svaki provedbeni posao mora, naime, imati tzv. jedinstveni identifikacijski broj transakcije koji dodjeljuje banka ili pak treća stana koja o transakciji obavještava HANFU u ime banke.⁸⁰ Budući da SKDD dobiva od Zagrebačke burze gotove podatke o transakcijama vrijednosnim papirima (v. čl. 101. Pravila SKDD-a), dvojbena je u kojoj mjeri SKDD faktično obavlja posao poravnanja (v. čl. 499. st. 1. ZTK) za koji je zadužen na temelju čl. 502. st. 1. ZTK. Posao poravnanja treba stoga zamijeniti aktivnijom ulogom voditelja skontracije.

Banka je u načelu dužna priopćiti klijentu, komitentu, ime osobe s kojom je obavila posao što joj ga je komitent povjerio (čl. 793. st. 1. ZOO). Banka ne otkriva, međutim, u pravilu klijentu ime svog suugovaratelja iz provedbenog posla. Ta bi obveza, s jedne strane, nametnula banci daljnje troškove i gubitak dragocjenog vremena te bi, s druge strane, bila suvišna budući da banka u pravilu

⁷⁸ V., primjerice, odgovarajuću aplikaciju OMX elektroničkog sustava Zagrebačke burze te, primjerice, XONTRO sustav upravljanja nalogima njemačke Burze.

⁷⁹ V. u tom smislu precizniju odredbu § 27. njemačkog BörsG. koja ovlašćuje Burzu da određenim pouzdanim subjektima dade odobrenje za obavljanje skontracije ispune li se za to pretpostavke propisane § 27. st. 1. BörsG.

⁸⁰ V. Prilog I. tablica 1. Popis podataka u svrhu izvješćivanja, točka 22. spomenutog Pravilnika HANFE.

preuzima prema svom klijentu, komitentu, ugovornu odgovornost za ispunjenje obveza svog suugovaratelja iz provedbenog posla. Banka preuzima u pravilu kod financijske komisije delkredere odgovornost (čl. 795. st. 1. ZOO), za razliku od općeg režima ugovora o komisiji po kojem komitent snosi rizik komisionarova ugovornog partnera iz provedbenog posla (v. odredbu čl. 794. st. 2. ZOO po kojoj je komisionar dužan prenijeti komitentu **samo ono** što je stekao na osnovi posla izvršenog za njegov, komitentov, račun).⁸¹ Interesi klijenta, komitenta banke, nisu ni najmanje zakinuti jer naknada štete na koju bi imao pravo jer mu banka nije javila ime svoga partnera iz provedbenog posla ni u kojem slučaju ne premašuje njegove tražbine prema banci s naslova delkredere odgovornosti banke. Ugovorni partneri banke iz provedbenog posla su uostalom druge banke kojih bonitet ne bi smio biti upitan. Iako klijent nema interes tražiti od banke da mu otkrije ime svog suugovaratelja iz provedbenog posla, on to pravo ima na temelju izričite odredbe čl. 793. st. 1. ZOO te mu je banka na njegov zahtjev dužna o tome dati obavijest.⁸²

Na temelju čl. 113. ZTK, a u vezi s Pravilnikom HANFE o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama, kao i s čl. 7. i 8. Uredbe EZ br. 1287/2006, banka je dužna evidentirati i dokumentirati izvršenje svakog pojedinog naloga te o tome izvijestiti HANFU. Obveze banke tiču se u tom smislu sadržaja naloga, posebice o tome tko je nalogodavac, iznosa i vrste vrijednosnog papira te eventualnih uputa koje je nalogodavac dao banci. Obveza banke da dokumentira izvršenje naloga obuhvaća i podatke o partneru banke iz provedbenog posla, oznaku vrijednosnog papira i iznos. Spomenute odredbe služe isključivo kontrolnim funkcijama HANFE. Klijent nema stoga pravo zahtijevati od banke naknadu štete jer je povrijedila te svoje javnopravne obveze.⁸³

6.6. BANKA JE NA TEMELJU ČL. 112. I 113. ZTK OBVEZNA PROVEDBENE POSLOVE ZABILJEŽITI I POHRANITI TE O NJIMA OBAVIJESTITI HANFU

Banka nije dužna razvrstati konkretan provedbeni posao točno određenom klijentu za račun kojega je taj posao obavila na tržištu samo zato što to od nje ima pravo zahtijevati njezin klijent na temelju čl. 768. i čl. 794. ZOO odnosno pravila ugovora o komisiji odnosno nalogu. Banka je, naime, i na temelju prisilnopravnih odredbi čl. 112. i 113. ZTK obvezna provedbene poslove zabilježiti i pohraniti te o njima obavijestiti HANFU.⁸⁴ Radi ažurnog i korektnog izvršavanja naloga klijen-

⁸¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog prava Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 16.

⁸² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog prava Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 16. Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, izričito otklanja takav zahtjev klijenta banke.

⁸³ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog prava Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 17.

⁸⁴ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu, od odredbi čl. 112. i 113. ZTK razrađenu, odredbu § 34 WpHG te odgovarajuću Uredbu kojom se ta pravila dodatno razrađuju.

ta banka je na temelju čl. 82. st. 3. t. 2. ZTK dužna ispravno i bez odgode alocirati naloge izvršene za račun klijenta. Pravilnikom o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama dodatno se razrađuju spomenute odredbe ZTK. Banka može izvršiti prihvaćeni nalog klijenta samo ako je ustrojila i učinkovito primijenila politiku alokacije, naloga koja dovoljno precizno određuje konkretnu alokaciju i pridruživanje naloga i provedbenog posla, što posebno uključuje način na koji količina i cijena utječu na određivanje alokacije, te kako se postupa s djelomično izvršenim nalogima (čl. 6. st. 1. t. 1. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenata).

Posrijedi su, također, obveze poslovnog ponašanja banke radi zaštite klijenta kao ulagatelja. Banka je na toj osnovi, između ostalog, obvezna zabilježiti i pohraniti te obavijestiti HANFU o tome kad je točno izvršila nalog klijenta za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira.⁸⁵ Spomenuta obveza banke da dokumentira transakcije koje je poduzela na tržištu obuhvaća i poslove koje je banka sklopila na burzi u svojstvu komisionara.

6.7. BANKA JE OBVEZNA POSTUPATI U NAJBOLJEM INTERESU KLIJENTA PRILIKOM IZVRŠAVANJA NALOGA ZA KUPNJU ILI PRODAJU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Banka je kao komisionar obvezna obaviti preuzeti posao pozornošću urednog i poštenog gospodarstvenika (čl. 765. ZOO na koji upućuje čl. 786. ZOO). Pritom je obvezna uvažavati i čuvati interese svoga klijenta; u svemu je, dakle, dužna brinuti se o interesima svoga klijenta i njima se rukovoditi. Banka je dužna slijediti upute svoga klijenta (čl. 765. ZOO na koji upućuje čl. 786. ZOO). Nalog se ukratko treba izvršiti po najpovoljnijim uvjetima za klijenta (čl. 85. ZTK).

Od dobivenog naloga i uputa klijenta banka može odstupiti samo sa suglasnošću klijenta, a kad joj zbog kratkoće vremena ili kakvog drugog uzroka nije moguće tražiti suglasnost klijenta, dužna je odstupiti od naloga i uputa samo ako je po procjeni svih okolnosti mogla osnovano smatrati da to zahtijevaju interesi klijenta, nalogodavca (čl. 766. st. 1. ZOO). O tome je posebice riječ ako su banci prilikom izvršenja naloga klijenta poznate određene nepredvidive okolnosti, primjerice da je u izdavaljevju sjedištu izbio politički puč, a to klijent nije znao u vrijeme kad je banci dao nalog za kupnju ili prodaju izdavaljevjevih vrijednosnih papira.⁸⁶

ju, Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV)

⁸⁵ V. Prilog I, tablica 1. Popis podataka u svrhu izvješćivanja, točka. 22. Pravilnika HANFE o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama.

⁸⁶ V. o tome presudu LG Düsseldorf WM 1993, str. 1244.

a) Banka je dužna izvršiti klijentov nalog što je prije moguće

Pravilo o izvršenju naloga po najpovoljnijim uvjetima za klijenta obuhvaća, također, obvezu banke da izvrši klijentov nalog što je prije moguće.⁸⁷ Važeći tečaj na tržištu može se, naime, veoma brzo nepovoljno odraziti na klijenta. To posebice važi za tržišta s velikim oscilacijama tečaja, tzv. volatilna tržišta.

Ako banka ima više klijenata, a njihovi nalozi konkuriraju jedan drugom te na tržištu nije moguće sklopiti dovoljno provedbenih poslova kako bi se obavili svi ti nalozi, banka treba u pravilu izvršavati te naloge onim redom kojim su joj pristigli.⁸⁸ Ne isključi li klijent nalogom zbirno izvršavanje svog naloga s naložima drugih klijenata⁸⁹, banka ima pravo na temelju odredbe čl. 82. st. 3. t. 3. ZTK te Pravilnika o obvezana izvještavanja o izvršenim transakcijama, okrupniti više istovrsnih naloga svojih klijenata i potom ih zbirno izvršiti.⁹⁰ Ako, naime, prevladavajući uvjeti na tržištu onemogućuju da se nalozi klijenta izvrše onim redom kojim su oni pristigli banci ili ako drukčije postupanje nalažu upravo interesi klijenta (čl. 82. st. 3. t. 3. ZTK) – nema zapreke da banka sve te naloge, a po potrebi i naloge koje izvršava za svoj račun, izvrši putem jednog zbirnog provedbenog posla. Banka je pritom dužna u svemu brinuti se o interesima svih svojih klijenata za račun kojih poduzima zbirni provedbeni posao, a ako se pritom određeni nalozi izvršavaju i za njezin račun – obvezna je svoje interese podrediti interesima svojih klijenata.⁹¹

Činjenica da je bankama jeftinije i povoljnije pričekati da prikupe dovoljno pojedinačnih naloga pa da tek potom proslijede burzi nalog za provedbu jedne blok-transakcije treba se pozitivno cjenovno odraziti i na klijenta banke. Svakoga klijenta kojega se nalog okrupnjuje te izvršava putem zbirnog provedbenog posla, posebne vrste tzv. bloktransakcije, banka treba o tome obavijestiti i upozoriti na rizike koji su s tim povezani, a male ulagatelje (čl. 65. ZTK) banka treba bez odgađanja informirati o svim njoj poznatim bitnim problemima do kojih može doći prilikom izvršavanja naloga.⁹² To rješenje treba *de lege ferenda* ugraditi u ZTK. Banka treba klijentima skrenuti pažnju i na prednosti tzv. blok-transakcija, na povoljnije uvjete izvršenja blok-transakcija nego pojedinačnih transakcija.⁹³

⁸⁷ Tako i Canaris, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 1922.

⁸⁸ Tako i Canaris, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 1940; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 126.

⁸⁹ V. u tom smislu odgovarajuće pravilo za zbirnu špediciju iz čl. 867. st. 1. ZOO.

⁹⁰ V. u tom smislu § 31c st. 1. Br. 4. i 6., st. 3. WpHG u vezi s § 10. WpDVerOV. Te su odredbe preciznije od čl. 82. st. 3. t. 3. ZTK te Pravilnika o obvezana izvještavanja o izvršenim transakcijama. Sa stajališta njemačkog prava v. o tome поближе Starke, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 17.102; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 126.

⁹¹ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu, od odredbe čl. 82. st. 3. t. 3. ZTK razrađeniju, odredbu § 31c st. 1. t. 4. WpHG.

⁹² V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu izričitu odredbu § 31c st. 1. t. 6. WpHG.

⁹³ V. o blok-transakcijama sa stajališta privatnog upravljanja imovinom Miladin, P. Temeljni pravni i ekonomski okvir privatnog upravljanja imovinom, Zbornik radova II. skopsko-zagrebačkog pravnog kolokvija, Skopje, 2008., str. 132.

Obveza banke da izvrši klijentov nalog što je prije moguće podrazumijeva da ona već prilikom zaprimanja naloga svojih klijenata, a potom i njihova prosljeđivanja burzi ili izvanburzovnim tržištima barata žurnim komunikacijskim kanalima i tehnikama.⁹⁴ Nude se različite mogućnosti izvršavanja naloga za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Izvršava li se nalog na burzi na kojoj se trguje fizički, na parketu, radnik banke zadužen za burzu može ovlaštenom burzovnom mešetaru proslijediti nalog za sklapanje provedbenog posla usmeno ili u pisanom obliku.

b) Žurni elektronički sustav prosljeđivanja klijentovih naloga kad se trgovina vrijednosnim papirima odvija na burzovnom parketu

Kad je banka odgovorna za nadgledanje ili organizaciju namire izvršenog naloga za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira, dužna je poduzeti sve razumne korake kako bi osigurala da se svi vrijednosni papiri ili novac koji su za račun klijenta primljeni na temelju provedbenog posla pravovremeno i uredno pripišu klijentovu računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira otvorenom kod SKDD-a odnosno klijentovom bankarskom žiroračunu (čl. 82. st. 5. ZTK).

Trguje li se vrijednosnim papirima na burzovnom parketu, banka je dužna ustrojiti svoje poduzeće tako da barata elektroničkim sustavom prosljeđivanja klijentovih naloga koji omogućuje iznimno žurno prosljeđivanje klijentovih naloga burzovnom mešetaru. Riječ je o davanju naloga za kupnju odnosno prodaju pojedinih vrsta vrijednosnih papira putem posebnog elektroničkog sustava za obradu podataka. Konkretno, XONTRO sustavom koristi se njemačka burza vrijednosnih papira koja se odvija na parketu.

XONTRO pruža elektroničku podršku trgovini vrijednosnih papira koja se odvija na parketu. Taj sustav elektronički presnima naloge klijenata koje je banka zaprimila te ih potom u tom obliku prosljeđuje burzi i tamo vodi elektroničke knjige naloga svih voditelja skontracije. Svi nalozi koji se izvrše putem XONTRO sustava smjesta se potvrđuju banci. Banka može na temelju te potvrde XONTRO sustava položiti klijentu račun o tome da je sklopila provedbeni posao neposredno nakon što se utvrdi cijena kupnje odnosno prodaje vrijednosnih papira. Svi tako sklopljeni provedbeni poslovi automatski se prosljeđuju drugom sustavu burze koji pomaže da se ispune činidbe plaćanja cijene i prijenosa vrijednosnih papira koje su tržišni sudionici, burzovni mešetari, preuzeli provedbenim poslovima koje su sklopili na burzi.⁹⁵

⁹⁴ Tako Roth, op. cit. u bilj. 2, § 11, Rbr. 161; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 127.

⁹⁵ Tako sa stajališta njemačke burze vrijednosnih papira Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 128.

XONTRO sustav pruža elektroničku podršku burzovnoj trgovini koja se odvija na parketu te time burzovnu trgovinu izvodi izvan burzovne sale – u virtualan svijet burzovne trgovine. Svaki sudionik burzovne trgovine može, iako nije prisutan u samoj burzovnoj sali, neposredno prije nego što se utvrdi cijena vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi slati naloge izravno u elektroničku knjigu naloga voditelja skontracije. XONTRO stvara, također, pretpostavke za to da se svima koji su zainteresirani omogući slobodan pristup informacijama o svakodobnom kretanju tržišta neposredno prije nego što se utvrdi cijena vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi. Taj sustav omogućuje, naime, da svi elektronički prosljeđeni nalozi klijenata automatski prispiju u elektroničku knjigu naloga pojedinih ovlaštenih voditelja skontracije.

Na temelju uvida u aktualno stanje ponude i potražnje iz knjige naloga može se u svakom trenutku doznati cijena koja se nudi za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira, i to u obliku određenog raspona između najveće ponudene i najveće kupovne cijene (tzv. *spread*). Voditelj skontracije objavljuje taj raspon cijene vrijednosnih papira tijekom burzovne trgovine koja se odvija na parketu nakon što je prethodno zatvorio elektronički prihvata naloge.⁹⁶ Usmeni nalozi koji su zatim dani unose se u elektroničku knjigu naloga (*skontro*) te se potom konačno utvrđuje jedinstveni tečaj vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi.⁹⁷

6.8. DAJE LI KLIJENT NALOG ZA KUPNJU, DUŽAN JE BANC PREDUJMITI IZNOS POTREBAN ZA OBAVLJANJE POSLA

Banka je dužna izvršiti klijentov nalog za kupnju vrijednosnih papira samo ako je stanje klijentova salda na žiroračunu dovoljno za plaćanje cijene iz provedbenog posla.⁹⁸ Posrijedi je obveza komitenta da komisionaru dade predujam potreban za obavljanje posla (čl. 799. ZOO te toj odredbi funkcionalno srodna odredba čl. 772. ZOO). Klijent je, naime, dužan na zahtjev banke predujmiti joj određeni iznos novca za predviđene izdatke. Nema stoga potrebe umjetno konstruirati obvezu klijenta da ne daje banci nalog ako u trenutku kad daje nalog

⁹⁶ Tako sa stajališta njemačke burze vrijednosnih papira Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 130.

⁹⁷ Tako sa stajališta njemačke burze vrijednosnih papira Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 130.

⁹⁸ T. 11. Općih uvjeta naloga za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata Raiffeisenbank Austria d.d.A; čl. 14, 18. Općih uvjeta poslovanja Erste&Steiermärkische Bank d.d. za brokerske i skrbničke usluge; čl. 35. st. 2. Općih uvjeta o korištenju investicijskih usluga Privredne banke Zagreb d.d.; t. VII.a Općih uvjeta ugovora o nalogu Zagrebačke banke d.d.; čl. 6. Općih uvjeta poslovanja Hita-vrijednosnice d.d. obvezuju klijenta banke da predujmi sredstava za ispunjenje naloga za kupnju. V. u tom smislu jasniju odredbu Br. 4. njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

nema pokrića za izvršenje tog naloga.⁹⁹ Banka ima, shodno tome, pravo otkloniti obavljanje naloga sve dok joj klijent ne plati potreban predujam.¹⁰⁰ Pravo banke da otkloni obavljanje naloga podrazumijeva da je banka zahtijevala od klijenta da predujmi iznos potreban za obavljanje naloga i da klijent nije uvažio taj njezin zahtjev (tako čl. 772. ZOO u vezi s čl. 786. ZOO). Taj je zahtjev po svojoj pravnoj prirodi bančino poslovno-pravno očitovanje volje koje treba prispijeti klijentu, komitentu da bi proizvelo pravne učinke. Na to se u biti nadovezuju klauzule općih uvjeta poslovanja banaka za poslove s vrijednosnim papirima. Važeće klauzule općih uvjeta poslovanja domaćih banaka nisu u tom smislu dovoljno precizne pa se trebaju zamijeniti preciznijom klauzulom na temelju koje bi klijent i banka ugovorili da klijent svoju načelnu komisijsku obvezu da daje predujam ispunjava ako je stanje njegova salda na žiroračunu dovoljno za plaćanje cijene iz provedbenog posla. Riječ je, dakle, o posebnom općem obliku plaćanja predujma u ugovorima o financijskoj komisiji.

6.9. NALOZI ZA PRODAJU KOD KOJIH KLIJENT NEMA POTREBNU KOLIČINU VRIJEDNOSNIH PAPIRA PO SVOM RAČUNU NEMATERIJALIZIRANIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA KOJI SE VODI KOD SKDD-A

Opći uvjeti poslovanja domaćih banaka za poslove s vrijednosnim papirima dotiču se, i obveze klijenta da banci daje predujam u obliku odgovarajućeg salda vrijednosnih papira na svom računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi kod SKDD-a.¹⁰¹ Tome treba pridodati i vrijednosne papire koji se vode kod drugog odgovarajućeg depozitorija vrijednosnih papira. Za razliku od naloga za kupnju vrijednosnih papira, sporno je može li banka zahtijevati od klijenta predujam i kod naloga za prodaju vrijednosnih papira. Problem je to naglašeni što čl. 772. ZOO glede ugovora o nalogu, a na primjenu kojega upućuje čl. 786. ZOO-a, izričito propisuje da se predujam daje u novcu, dok pravilo čl. 799. ZOO glede ugovora o komisiji ne određuje daje li se predujam u novcu ili nekoj dru-

⁹⁹ Tako, međutim, čl. 28. st. 3. i 4. Općih uvjeta o korištenju investicijskih usluga Privredne banke Zagreb d.d.; čl. 6. Općih uvjeta poslovanja Hita-vrijednosnice d.d.

¹⁰⁰ Tako sa stajališta čl. 799. te 722. ZOO odgovarajućih odredbi § 669, 675 BGB Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 132.

¹⁰¹ T. 11. Općih uvjeta naloga za kupnju ili prodaju financijskih instrumenata Raiffeisenbank Austria d.d.; čl. 6. Općih uvjeta poslovanja Hita-vrijednosnice d.d.; t. VIII.b Općih uvjeta ugovora o nalogu Zagrebačke banke d.d.; čl. 9. Općih uvjeta za obavljanje brokerskih poslova Agram Brokeri d.d.) propisuje da je klijent obavezan banci staviti na raspolaganje financijske instrumente koji su predmet naloga za prodaju. Čl. 36. st. 2. Općih uvjeta o korištenju investicijskih usluga Privredne banke Zagreb d.d. propisuje u tom smislu dužnost registracije financijskih instrumenata s bankom.

a) Banka je dužna štiti interese klijenta

Ako banka ne bi imala pravo na predujam glede naloga za prodaju vrijednosnih papira, ona bi u svakom slučaju, neovisno o načelu sinalegmatičnosti, sukladno svojoj obvezi da štiti interese klijenta mogla otkloniti obavljanje naloga za koji klijent nije osigurao potrebno pokriće.¹⁰⁶ Nalozi za prodaju vrijednosnih papira izvršavaju se tako da banka na tržištu poduzima provedbeni posao u svoje ime, a za račun klijenta. Banka treba stoga radi zaštite samog klijenta poduzeti potrebne korake da bi svom ugovornom partneru iz provedbenog posla – dakle kupcu!- pravodobno isporučila vrijednosne papire. Propusti li banka u tom smislu preventivno zaštititi svoga klijenta, njezin ugovorni partner iz provedbenog posla pokrenut će u pravilu protiv banke koja nema pokriće za isporuku vrijednosnih papira uzancama ustaljeni mehanizam prisilnog namirenja koji će u konačnici teško pogoditi interese klijenta za račun kojega banka poduzima provedbeni posao.¹⁰⁷ Klijent je, naime, dužan preuzeti obveze što ih je banka preuzela na sebe obavljajući u svoje ime povjerene joj poslove, ili ga na drugi način njih osloboditi (tako čl. 773. st. 2. ZOO na primjenu kojega upućuje čl. 786. ZOO).

Izvršenje nepokrivenog naloga za prodaju vrijednosnih papira ne podudara se stoga u pravilu s obvezom banke štiti interese klijenta. Banka treba u pravilu pribaviti ovlast klijenta da raspolaže vrijednosnim papirima stavljenim na prodaju već prije nego što se sklopi provedbeni posao, i to zbog toga što se vrijednosni papiri iz prodajnog provedbenog posla isporučuju u iznimno kratkim rokovima mu-njevitim automatiziranim tehničkim radnjama najkasnije drugog radnog burzovnog dana nakon što je sklopljen prodajni provedbeni posao.¹⁰⁸ Ta je pretpostavka ispunjena ako je klijent ovlastio banku da raspolaže odgovarajućim saldom vrijednosnih papira na njegovu računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi kod SKDD-a ili kod drugog odgovarajućeg depozitorija vrijednosnih papira.

aa) Banka je dužna otkloniti rizik koji proizlazi iz uzancama ustaljenog mehanizma prisilnog namirenja tražbine bančinog suugovaratelja iz provedbenog posla prema banci s naslova isporuke vrijednosnih papira

Ne isporuči li banka o dospijeću svom ugovornom partneru iz provedbenog posla vrijednosne papire, njezin ugovorni partner koji je pravodobno ispunio svoje

¹⁰⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 135.

¹⁰⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 135.

¹⁰⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 135.

činidbe iz tog posla – ili pak SKDD kao što je to u našem pravu¹⁰⁹ – može banci dati naknadni primjereni rok za ispunjenje te njezine činidbe te pritom zaprijetiti banci da će u suprotnom pokrenuti uzancama ustaljeni mehanizam prisilnog namirenja tražbine bančinog suugovaratelja iz provedbenog posla prema banci s naslova isporuke vrijednosnih papira.¹¹⁰ Protekne li neuspješno spomenuti rok, suugovaratelj banke iz provedbenog posla koji je pravodobno ispunio svoje činidbe ili pak SKDD kao što je to u našem pravu¹¹¹ – dužan je pokrenuti uzancama ustaljeni mehanizam prisilnog namirenja istog onog burzovnog dana s kojim je protekao naknadni primjereni rok za ispunjenje činidbe banke na isporuku vrijednosnih papira.¹¹²

Kratke rokove izvršenja provedbenih poslova s vrijednosnim papirima na domaćoj burzi i inozemnim tržištima kapitala moguće je održati samo uz pomoć određenih automatiziranih tehničkih radnji, a one pak zahtijevaju da klijent pravodobno dade banci na raspolaganje vrijednosne papire koje ona treba prodati. Zaključak dobiva to više na težini uzme li se u obzir da se takvi poslovi vrijednosnim papirima u interesu što je moguće racionalnije i jeftinije transakcije više ne izvršavaju fizičkom predajom isprava uz koje je vezano ostvarenje prava iz vrijednosnih papira, već žiralnim platnim prometom vrijednosnih papira za koje nije izdana isprava.

Odvija li se prijenos nematerijaliziranih vrijednosnih papira s naslova provedbenog posla pomoću žirnog prometa nematerijaliziranim vrijednosnim papirima, banka koja je dužna isporučiti vrijednosne papira obvezna je naložiti SKDD-u, drugom odgovarajućem depozitoriju ili banci koja na sebe preuzima tu zadaću da drugog dana nakon sklapanja provedbenog posla (dan valute) tereti njezin saldo vrijednosnih papira za odgovarajuću količinu vrijednosnih papira koji se vode na njezinu računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira te da iste te vrijednosne papire pripiše saldu računa nematerijaliziranih vrijednosnih papira banke koja je kupila te vrijednosne papire.¹¹³ Vrijednosni papiri koje klijent komisijski prodaje preko banke moraju se, dakle, najkasnije do tog trenutka naći u depozitu vrijednosnih papira banke komisionara odnosno prodavatelja koji se vodi kod SKDD-a, odgovarajućeg depozitorija ili kod banke koja je na sebe preuzela tu zadaću. Banka ne smije stoga ni privremeno posegnuti za vrijednosnim papirima nekog svog drugog klijenta da bi ispunila svoje obveze iz provedbenog

¹⁰⁹ V. čl. 133. i dalje Pravila Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

¹¹⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 136.

¹¹¹ V. čl. 134. i dalje Pravila Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

¹¹² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 137.

¹¹³ V. čl. 131. Pravila SKDD-a. V. sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 137.

posla s naslova isporuke vrijednosnih papira. Ona pritom može posegnuti samo za svojim vrijednosnim papirima ili za vrijednosnim papirima koji pripadaju klijentu za račun kojega je poduzela prodajni provedbeni posao. Banka nije posebice, u svom odnosu prema klijentu, dužna formirati svoj vlastiti "pričuvni" depozit vrijednosnih papira za kojim bi ona mogla u nuždi posegnuti ako njezinu klijentu uzmanjka vrijednosnih papira te stoga nije kadra na vrijeme isporučiti vrijednosne papire kupcu, svom partneru iz provedbenog posla.¹¹⁴

bb) Dodatne pretpostavke koje se zahtijevaju kod prodajnih naloga koji se izvršavaju u inozemstvu

Posebice kod prodajnih naloga koji se trebaju izvršiti na nekoj inozemnoj burzi saldo klijentova depozita vrijednosnih papira treba biti dostatan prije nego što se izvrši nalog za prodaju vrijednosnih papira. Tada je nužno da se vrijednosni papiri prenesu do inozemnog mjesta izvršenja naloga, a to u svakom slučaju iziskuje znatno vrijeme, osim ako iznimno ti vrijednosni papiri već nisu pohranjeni u inozemstvu za klijenta koji ih prodaje te su u tom smislu i pripisani računu vrijednosnih papira koji se u inozemstvu vodi za klijenta koji kani prodati te svoje vrijednosne papire.¹¹⁵ Klijent treba tada osigurati potrebno pokriće na saldu svog računa nematerijaliziranih vrijednosnih papira već zbog toga što se vrijednosne papire koji se prodaju ispituje sa stajališta njihove autentičnosti, potpunosti te mogućih prigovora kojima se opovrgavaju određena svojstva vrijednosnih papira koji se prodaju.

Zbog žurnih rokova izvršavanja naloga za prodaju vrijednosnih papira te dodatnih zahtjeva da se vrijednosni papiri ispituju ako je riječ o inozemnim prodajama vrijednosnih papira, banka je obvezna izvršiti prodajne naloge u inozemstvu samo ako ju je klijent ovlastio da raspolaže njegovim vrijednosnim papirima radi njihove prodaje na inozemnim burzama.¹¹⁶

Banka ima pritom i svoj vlastiti interes jer ona te vrijednosne termine treba kako bi mogla ispuniti pravodobno svoju obvezu isporuke vrijednosnih papira iz provedbenog posla. Banka sklapa s drugim tržišnim sudionikom provedbeni posao u svoje ime. Dobar glas banke kao pouzdanog tržišnog suugovaratelja stječe se mukom, a nestaje u hipu ne isporuči li banka svom ugovornom partneru, kupcu, o dospijeću vrijednosne papire zbog toga što je njezin klijent, komitent,

¹¹⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 139.

¹¹⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 140.

¹¹⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 140.

zakasnio ispuniti svoju obvezu prema banci. Na tom je tragu i suspenzija banke kao člana SKDD-a zbog toga što banka nije pravodobno podmirila svoju novčanu obvezu ili nije prenijela odgovarajuće vrijednosne papire SKDD-u (v. čl. 134., 141. Pravila SKDD-a).

6.10. OBVEZA BANKE DA PROVJERI STANJE SALDA NA KLIJENTOVU RAČUNU NEMATERIJALIZIRANIH PAPIRA ODNOSNO DA UTVRDI IMA LI ON POKRIĆE U MATERIJALIZIRANIM VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA TE DA O TOME OBAVIJESTI KLIJENTA

Ako klijentov depozit vrijednosnih papira nije dostatan za izvršenje naloga za prodaju vrijednosnih papira, sporno je treba li banka to posebno provjeravati te je li o tome dužna obavijestiti klijenta.

a) Obveza banke da provjeri stanje klijentova depozita vrijednosnih papira

Prije nego što izvrši nalog za prodaju vrijednosnih papira, banka nije dužna provjeravati ima li klijent dostatno pokriće po svom depozitu vrijednosnih papira.¹¹⁷ Ta obveza banke nije u načelu u skladu s obvezom banke da zbog izrazite volatilnosti tržišta kapitala što prije izvrši naloge klijenta. Taj je pristup problemu u međuvremenu izgubio svoju praktičnu težinu. Problemu se više ne pristupa, naime, sa stajališta obveza banke jer banke same provjeravaju stanje klijentova depozita vrijednosnih papira kako bi zaštitile svoje vlastite interese. Danas k tome nije više problem provjeriti stanje klijentova depozita jer se on mahom može pretraživati sredstvima za elektroničku obradu podataka.

Klijent snosi bitan dio odgovornosti za štetu (čl. 1092. ZOO) koja mu je nastala jer u pojedinom slučaju banka nije svojom krivnjom provjerila je li klijent osigurao potrebno pokriće za izvršenje naloga za prodaju vrijednosnih papira pa je izvršila taj nalog iako za to nije imala potrebno pokriće.¹¹⁸ Obvezni odnos banke i klijenta nameće, naime, i klijentu, a ne samo banci mnoge obveze obazrivosti koje uključuju obvezu obazrivosti klijenta da banci osigura pokriće potrebno za obavljanje naloga prije nego što banci dađe konkretan nalog za prodaju vrijednosnih papira. Klijent treba pozvati banku da ona provjeri je li njegov depozit vrijednosnih papira dovoljan za izvršenje naloga za prodaju vrijednosnih papira ako

¹¹⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 144.

¹¹⁸ Tako sa stajališta čl. 1092. ZOO poredbenog njemačkog § 254 BGB Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 145.

kljentu ni sam nije načistu s tim ima li dovoljno vrijednosnih papira za izvršenje naloga za prodaju.¹¹⁹

b) Obveza banke da obavijesti klijenta o tome je li stanje salda na njegovu računu nematerijaliziranih papira dovoljno za izvršenje njegova naloga za prodaju odnosno ima li klijent za to potrebno pokriće u materijaliziranim vrijednosnim papirima

Komisijske obveze banke da štiti interese svoga klijenta, komitenta, sprječavaju u pravilu banku da izvrši klijentov nalog za prodaju vrijednosnih papira ako joj je prije izvršavanja naloga za prodaju bilo poznato da klijentov depozit vrijednosnih papira nije dovoljan za izvršenje naloga za prodaju.¹²⁰ Odgovornost banke prema klijentu na temelju njihova međusobnog odnosa povjerenja jača je u tom slučaju od odgovornosti banke prema klijentu za izvršenje naloga za prodaju vrijednosnih papira. Banka je tada štoviše obvezna obavijestiti klijenta prije nego što izvrši njegov nalog za prodaju o tome da njegov depozit vrijednosnih papira nije dovoljan za izvršenje naloga za prodaju te pričekati klijentove daljnje upute.¹²¹ Iako čl. 793. i 794. ZOO govore o obvezi komisionara da obavijesti komitenta o određenim bitnim stvarima nakon što se izvrši provedbeni posao, komisionar je dužan dati komitentu potrebne obavijesti i prije nego što izvrši komitentov nalog jer bez tih obavijesti dolazi u pitanje uredno izvršenje komisijskog naloga.

Među te obavijesti spadaju sve okolnosti koje su bitne za komitenta s obzirom na konkretan posao koji treba poduzeti po njegovu nalogu. Posebice je riječ o okolnostima koje za njega mogu biti odlučujuće jer bez njih nije kadar dati banci nalog koji bi u najvećoj mogućoj mjeri vodio računa o zaštiti njegovih interesa. Banka je dužna zatražiti od svoga klijenta određena razjašnjenja prije nego što počne izvršavati nalog za koji klijent nije osigurao dostatno pokriće već i zbog toga što to zahtijevaju rizici povezani s prisilnim namirenjem tražbina banke prema klijentu koji se u konačnici prelamaju preko klijentovih leđa.¹²²

Ako je banci i prije nego što je počela izvršavati nalog bilo poznato da klijent za to nije osigurao dostatno pokriće, ona usprkos tome može izvršiti taj nalog ispune li se za to potrebne pretpostavke. Riječ je, primjerice, o prodajnim nalo-

¹¹⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 145.

¹²⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 146.

¹²¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 146.

¹²² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 147.

zima inozemne banke koja je zbog raznoraznih razloga deponirala svoje vrijednosne papire kod tuzemnog depozitorija odnosno tuzemne depozitne banke te je u tom smislu posrijedi središnji tuzemni depozit tih vrijednosnih papira. U tim slučajevima banka nalogoprimac, komisionar, može bez svoje krivnje uzeti da su joj pravodobno pribavljeni vrijednosni papiri koje ona treba isporučiti na temelju provedbenog posla. To je posebice slučaj ako je banka već i prije primala takve naloge za prodaju vrijednosnih papira iako u trenutku kad je primila te naloge za prodaju nije imala potrebno pokriće gledajući stanje klijentova salda na računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi kod SKDD-a, drugog odgovarajućeg depozitorija odnosno depozitne banke.

6.11. OPĆENITO O POLITICI, NAČELIMA IZVRŠAVANJA NALOGA I POSEBNO O IZBORU MJESTA NA KOJEM TREBA IZVRŠITI NALOG

Banka izvršava poslove s vrijednosnim papirima sukladno svojim važećim načelima, politikama za njihovo izvršavanje. Načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima donose se na temelju čl. 87. ZTK te su detaljnije razrađena Pravilnikom o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta, a banke ih u pravilu provjeravaju barem jednom godišnje.¹²³ Načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima sastavni su dio posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima, okvirnog ugovora kojeg je banka na temelju čl. 66. ZTK dužna sklopiti s privatnim klijentom prije nego što mu prvi puta pruži investicijsku uslugu. Njima se postavljaju posebna pravila koja se tiču vrste i načina izvršenja klijentovih naloga. Pravni učinci načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima ne pogađaju stoga samo banku koja ih je donijela, oni se, naime, neposredno primjenjuju i na klijente banaka. Ona postaju sastavni dio posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima sukladno općim pravilima ZOO-a o primjeni općih uvjeta poslovanja (čl. 295. i 296. ZOO). Banka informira klijenta o svojim načelima izvršavanja naloga prije nego što prvi put počnu međusobno poslovati (v. čl. 5. st. 3. Pravilnika HANFE o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenata). *De lege ferenda* treba izričito propisati da banka prije nego što se prihvati klijentovih naloga mora ishoditi klijentovu suglasnost za primjenu načela, politike, za izvršavanje naloga.¹²⁴ U tom smislu treba preciznije razjasniti *ratio legis* odredbe čl. 66. st. 1. ZTK po kojoj je banka obvezna privatnim ulagateljima, prije nego što im prvi put pruži investicijsku uslugu, sklopiti ugovor u pisanom obliku na trajnom mediju, koji

¹²³ Tako čl. 8. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta, V., primjerice, čl. 17. Politike izvršavanja naloga PBZ iz prosinca 2011.

¹²⁴ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 33a st. 6. Br. 1. njemačkog WpHG.

uređuje njihova međusobna prava i obveze. Banka treba pribaviti klijentovu suglasnost putem okvirnog ugovora koji bi oni sklapali prilikom ulaska u međusobni poslovni odnos.¹²⁵

a) Pregled načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima

Pri izvršavanju klijentovih naloga banke su dužne poduzeti sve razumne korake za postizanje najpovoljnijeg ishoda za klijenta te su pritom dužne uvažiti određena ključna mjerila (čl. 87. te čl. 85. st. 1. ZTK).¹²⁶ Među ta mjerila posebice se na temelju čl. 85. st. 1. ZTK, na koji upućuje čl. 87. ZTK, ubrajaju: cijena financijskih instrumenata, troškovi povezani s izvršenjem klijentovih naloga, brzina i vjerojatnost izvršenja klijentova naloga kao i prijenosa klijentu novca ili vrijednosnih papira iz provedbenog posla te veličina i vrsta naloga.¹²⁷ Ta mjerila banka je dužna na temelju čl. 3. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta obazrivo odmjeriti vodeći ponajprije računa o tome je li joj nalog dao profesionalni ili privatni klijent,¹²⁸ o kakvom je klijentovu nalogu riječ (je li to primjerice limitirani ili nelimitirani nalog klijenta vezan uz čl. 83. ZTK), kakav je financijski instrument posrijedi (je li primjerice riječ o tužemoj ili inozemnoj dionici, certifikatu, derivatu i sl.) te o mjestu na kojem banka kani izvršiti klijentov nalog (primjerice trgovinski dan, vrijeme trgovanja, način na koji se na pojedinom mjestu trgovanja utvrđuje cijena, daju li tržišni sudionici na tom konkretnom mjestu trgovanja obvezujuće naloge odnosno garantiraju li određenu cijenu za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira).¹²⁹ Budući da je riječ o usklađivanju hrvatskog prava sa zahtjevima Smjernice EU 2004/39, to je i kod nas, kao primjerice § 33. a st. 2. njemačkog WpHG, trebalo učiniti ZTK-om, a ne Pravilnikom.

b) Mjesto izvršenja naloga

Odredba čl. 87. st. 2. ZTK utvrđuje temeljna pravila kojih se banka treba pridržavati kad odlučuje o tome gdje će, na kojem mjestu izvršiti klijentove naloge.

¹²⁵ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 34 st. 2. njemačkog WpHG.

¹²⁶ V. u tom smislu i § 33a njemačkog WpHG.

¹²⁷ V. u tom smislu i § 33a st. 2. njemačkog WpHG.

¹²⁸ V. čl. 3. st. 1. t. 1. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta. Primjerjenije je govoriti o privatnim i profesionalnim klijentima nego o malim i profesionalnim ulagateljima kako to neprecizno čini ZTK te spomenuti Pravilnik.

¹²⁹ I ta dodatna mjerila propisana su u njemačkom pravu § 33a st. 2. WpHG, a ne Pravilnikom kao što je to kod nas.

Banka je u svakom slučaju dužna omogućiti svom klijentu najpovoljniji ishod. Načela za izvršavanje naloga trebaju shodno tome sadržavati:

- podatke o različitim mjestima izvršavanja naloga s obzirom na svaku pojedinu vrstu financijskih instrumenata te odlučujuće faktore koji utječu na izbor mjesta izvršenja klijentovih naloga¹³⁰, kao i
- podatak o mjestima izvršenja klijentovih naloga na kojima banka inače, redovito, dosljedno svojoj zacrtanoj politici izvršavanja klijentovih naloga ostvaruje najbolje rezultate izvršavajući naloge svojih klijenata (čl. 87. st. 4. ZTK).¹³¹

Na temelju čl. 87. st. 3. ZTK mjesta izvršenja naloga jesu:

- uređeno tržište;
- multilateralni trgovinski sustavi, platforme;
- sistematski internalizator;
- održavatelj tržišta (*market maker*);
- drugi pružatelj likvidnosti te
- usporediva poduzeća i ustanove u trećim državama (državama izvan EU).

Banka slobodno odlučuje na kojem će od tih mjesta izvršiti nalog, no ona je pritom dužna na temelju čl. 85. st. 1. ZTK, na primjenu kojega upućuje čl. 87. ZTK, međusobno usporediti svaku vrstu financijskog instrumenta te u načelima za izvršavanje naloga potanko razjasniti kojim se bitnim mjerilima rukovodi prilikom odabira mjesta izvršenja klijentova naloga. Ta pravila ne trpe diskriminaciju određenih mjesta izvršavanja naloga jer rang mjerila ne zavrjeđuju motivi banaka koji bi bili tome usmjereni.¹³² Bitno je da banka podastre klijentu ta razjašnjenja i da on iz toga može jasno razabrati što je u tom smislu težište njezine politike izvršavanja naloga. Ne zahtijeva se, međutim, da ta razjašnjenja banke budu sveobuhvatna. Središnje značenje za sastavljanje tog razjašnjenja imaju faktori propisani čl. 85. st. 1. ZTK, na koje upućuje čl. 87. ZTK. Između ostalog, riječ je o: troškovima koji su povezani s izvršavanjem naloga, brzini izvršavanja naloga, vjerojatnosti izvršenja naloga i prijenosa klijentu novca ili vrijednosnih papira iz provedbenog posla te veličini i vrsti naloga. Bankovna razjašnjenja moraju se posebno ravnati prema privatnim odnosno profesionalnim klijentima. To jasno slijedi već iz čl. 86. ZTK prema kojem se glede naloga privatnih ulagatelja postizanje najpovoljnijeg ishoda utvrđuje prema ukupnim troškovima transakcije. Načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima trebaju jasno upozoriti na to da banka u tom smislu postupa s nalogima privatnih klijenata pa bi *de lege ferenda* čl. 87. ZTK trebao uputiti ne samo na primjenu čl. 85. nego i čl. 86. ZTK.¹³³

¹³⁰ V. u tom smislu čl. 87. st. 1. ZTK.

¹³¹ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 33a st. 5. t. 2. WpHG.

¹³² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga. HGB Effektengeschäft, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 455.

¹³³ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 33a st. 3. reč. 1, 2. WpHG.

Ukupni troškovi transakcije obuhvaćaju cijenu financijskog instrumenta i sve troškove izravno povezane s izvršenjem naloga, što uključuje proviziju i troškove mjesta trgovanja, proviziju poravnania i namire transakcije i sve ostale naknade koje se plaćaju trećim osobama koje su uključene u izvršenje transakcije (čl. 86. st. 2. ZTK).¹³⁴ Postupak izbora mjesta izvršavanja naloga ne mora se u svim svojim detaljima predložiti klijentu.¹³⁵ Temelji li se postupak izbora mjesta izvršenja naloga na određenom internom bankovnom bodovnom sustavu pomoću kojeg se vrednuju i odmjeravaju mjerila propisana čl. 85. st. 1. ZTK, na koji upućuje čl. 87. ZTK, taj sustav odnosno njegovu primjenu banka ne treba pojašnjavati klijentu u svim njegovim pojedinostima.¹³⁶ Dovoljno je da banka naznači mjerila o kojima je pritom vodila računa te težište s kojeg ih je ona odmjeravala.¹³⁷ Praksa se glede razjašnjavanja postupka odabira mjesta izvršenja naloga treba ograničiti na to da se klijentu priopći određeni postotak do kojeg je banka došla tako što je sagledala mjerila koja je dužna uvažavati na temelju čl. 85. st. 1. ZTK, na koji upućuje čl. 87. ZTK.¹³⁸ Ako banka nije sposobna apstraktno izraziti svoju odluku o tome da odabere određeno mjesto izvršenja naloga, dovoljno je da nalog izvrši na jednom od mjesta izvršenja koje je navela kao prikladno.¹³⁹

Banka je pored toga dužna naznačiti u svojim načelima za izvršavanje naloga mjesta za izvršavanje naloga na kojima je ona srednjoročno i dugoročno sposobna ostvariti najbolje rezultate izvršavajući naloge svojih klijenta (čl. 87. st. 4. ZTK).¹⁴⁰ Ona ima diskrecijsku slobodu kako će to u konačnici procijeniti.

Banka je dužna najmanje jednom godišnje revidirati svoja načela odnosno politiku izvršavanja naloga koju je usvojila na temelju čl. 87. ZTK, kao i mjere i postupke izvršavanja naloga iz čl. 85. ZTK.¹⁴¹ I mimo tog redovitog godišnjeg ritma, banka je dužna revidirati svoja načela izvršavanja naloga i svaki put kad dođe do značajnije promjene koja utječe na mogućnost investicijskog društva da trajno postiže najpovoljniji ishod za klijente koristeći se mjestima trgovanja koja

¹³⁴ V. u tom smislu i § 11 st. 2. WpDVerOV.

¹³⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 152.

¹³⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 152.

¹³⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 152.

¹³⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 152.

¹³⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga, HGB Effektengeschäft, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 455; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 152.

¹⁴⁰ V., primjerice, čl. 8. Politike izvršavanja naloga PBZ iz prosinca 2011., koji propisuje da će banka odabrati mjesto izvršenja koje omogućuje **trajno** postizanje najpovoljnijeg izvršenja.

¹⁴¹ Tako čl. 5. st. 1. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta. V. u tom smislu i § 33a st. 1. br. 1. njemačkog WpHG.

su uključena u politiku izvršavanja naloga.¹⁴² Pod trajnim postizanjem najpovoljnijeg ishoda za klijente misli se na to da je banka srednjoročno i dugoročno sposobna ostvariti najbolje rezultate izvršavajući naloge svojih klijenta.

Prilikom izvršavanja klijentovih naloga banka u pravilu samu sebe podvrgava načelima za izvršavanje naloga, ona vodi svoju, a ne klijentovu politiku izvršavanja naloga. Ne dade li klijent banci izričitu uputu kako da izvrši njegov nalog (slučaj iz čl. 85. st. 2. ZTK), a to u svakom slučaju ima prednost pred politikom banke da nalog izvrši u klijentovu najboljem interesu, banka je vezana svojom politikom izvršavanja klijentovih naloga te je dužna zastati s izvršavanjem dobivenog klijentova naloga i zatražiti posebnu izričitu klijentovu uputu samo u jednom iznimnom slučaju. Ako je, naime, bančnim načelima za izvršavanje naloga dogovorena mogućnost izvršavanja naloga klijenta izvan uređenog tržišta ili multilateralne trgovinske platforme – primjerice putem sistematskog internalizatora, banka je dužna posebno upozoriti klijenta na tu mogućnost te ishoditi izričitu suglasnost klijenta za izvršavanje naloga izvan uređenog tržišta ili multilateralne trgovinske platforme (čl. 88. st. 1. ZTK). Tu suglasnost banka treba ishoditi od klijenta prije nego što se klijentovi nalozi izvrše na tim mjestima odnosno izvan uređenog tržišta ili multilateralne trgovinske platforme.¹⁴³ Suglasnost se može dati za sve transakcije ili zasebno za svaku transakciju (čl. 88. st. 2. ZTK). Suglasi li se klijent generalno s time da se njegovi nalozi izvrše na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi, on to, također, mora učiniti izričito, a ne putem općih uvjeta poslovanja banke.¹⁴⁴ Nema govora o suglasnosti klijenta koja se zahtijeva na temelju čl. 88. st. 1. ZTK, dade li klijent banci takav nalog da je već u trenutku kad ga je dao bilo očito da se ne može izvršiti ni na burzi, niti na multilateralnoj platformi kao kvaziburzi. Nije održiva konstrukcija po kojoj bi se klijent tada prešutno suglasio s izvršavanjem naloga izvan burze i multilateralne trgovinske platforme.¹⁴⁵

c) Izvršenje klijentovih naloga u tuzemstvu i inozemstvu

Posebni uvjeti domaćih banaka za poslovanje vrijednosnim papirima ne određuju se prema tome kad se određeni klijentov nalog izvršava u tuzemstvu, a kad u inozemstvu. Budući da o tome govore politike izvršavanja naloga pojedinih

¹⁴² Tako čl. 5. st. 2. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta. V. u tom smislu i § 11 st. 3. reč. 1. njemačkog WpDVerOV.

¹⁴³ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 33a st. 5. reč. 2. nakon zadnjeg zareza u toj rečenici WpHG.

¹⁴⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga, HGB Effektingeschäft, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 456; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 155.

¹⁴⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga, HGB Effektingeschäft, op. cit. u bilj. 2., Rbr. 456; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 155.

hrvatskih banaka, to pitanje treba što prije urediti i posebnim uvjetima banaka za poslove s vrijednosnim papirima.

aa) Izvršenje naloga u tuzemstvu

Banka izvršava nalog u pravilu u tuzemstvu.¹⁴⁶ Nalog će se izvršiti u inozemstvu samo ako je to dogovoreno posebnim uvjetima za poslove s vrijednosnim papirima ili ako se banka tako dogovori s klijentom na drugi način. Nalozi se u pravilu izvršavaju u tuzemstvu, na ZSE, jer domaće banke imaju u načelu samo tamo izravan pristup mjestu izvršenja naloga. Troškovi izvršenja naloga stoga su niži u tuzemstvu nego u inozemstvu. Ako je tuzemno tržište vrijednosnih papira emitenata, izdavatelja, sa sjedištem u Hrvatskoj, jasno je da je tada domaće tržište tih vrijednosnih papira u pravilu likvidnije od inozemnog tržišta vrijednosnih papira. Ulaskom RH u EU europsko tržište kapitala postaje domaće tržište kapitala u širem smislu.

bb) Izvršenje naloga u inozemstvu

Korisno je posebnim uvjetima poslovanja domaćih banaka za poslove s vrijednosnim papirima urediti bitne slučajeve izvršenja naloga u inozemstvu. Jasno je da banka izvršava naloge u inozemstvu ako kao komisionar u inozemstvu kupuje tuzemne ili inozemne vrijednosne papire.¹⁴⁷ O tome je primjerice riječ i ako banka prodaje vrijednosne papire klijenta putem posla s čvrstom, fiksnom cijenom, a tim se vrijednosnim papirima u tuzemstvu ne trguje ni na burzi niti izvan burze.¹⁴⁸ Banka izvršava naloge u inozemstvu i ako kao komisionar kupuje u inozemstvu inozemne vrijednosne papire ili prodaje klijentove vrijednosne papire putem posla s fiksnom cijenom, a tim se vrijednosnim papirima doduše trguje na tuzemnoj burzi odnosno izvan burze, ali je te vrijednosne papire ipak uobičajeno nabavljati u inozemstvu.¹⁴⁹ Vrijednosne papire je uobičajeno nabavljati u inozemstvu ako je likvidnost konkretnih inozemnih vrijednosnih papira u inozemstvu, primjerice na burzi gdje se tim vrijednosnim papirima matično trguje, bitno veća nego u tuzemstvu.¹⁵⁰

¹⁴⁶ V. primjerice Prilog 1. Politike izvršavanja naloga PBZ-a revidiran u prosincu 2011.

¹⁴⁷ Tako i sa stajališta hrvatskog prava u tom dijelu instruktivna odredba Br. 12 st. 1. Br. 1 njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

¹⁴⁸ Tako i sa stajališta hrvatskog prava u tom dijelu instruktivna odredba Br. 12 st. 1. Br. 2 njemačkih AGB-Wertpapiergeschäfte.

¹⁴⁹ Tako i sa stajališta hrvatskog prava u tom dijelu instruktivna odredba Br. 12 st. 1. Br. 3 njemačkih AGB-Wertpapiergeschäfte.

¹⁵⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Ekkenga. HGB Effektengeschäft, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 458; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 158.

d) Vrste izvršenja klijentovih naloga

Klijentovi nalozi mogu se izvršiti putem elektroničke burzovne trgovine i putem trgovine kod koje su sudionici burzovne trgovine fizički prisutni u burzovnoj sali prilikom same trgovine pa se ta vrsta izvršavanja klijentovih naloga naziva i trgovinom na burzovnom parketu. Iako je elektronička burzovna trgovina uzela primat trgovini na burzovnom parketu, dulje vrijeme trgovanja i izbjegavanje djelomičnog izvršavanja naloga u međuvremenu je pridonijelo pozitivnijem pristupu i atraktivnosti trgovine na burzovnom parketu.¹⁵¹ Troškovno intenzivno djelomično izvršenje naloga je, posebice u XETRA ili OMX sustavu, posljedica dražbovnog sustava koji stupa na mjestu tekuće, uzastopne trgovine premaše li se određene najmanje veličine. Elektronička trgovina, s druge strane, u cjelini je troškovno povoljnija te je, također, prikladna i za izvršenja naloga manjeg opsega, a da pritom nije potrebno okrupnjavati više naloga. Daljnje prednosti trgovine na burzovnom parketu ovise o automatiziranju elektroničke trgovine. U elektroničkoj trgovini provedbeni poslovi sklapaju se pomoću središnjeg računala (*matching*), dok vođitelj skotracije i tržišni sudionici mogu kontinuirano ostvarivati poslovnu vezu koja je sposobna trgovinu za obje strane učiniti lagodnijom i jeftinijom. Operater burzovne trgovine koja se odvija na parketu može, posebice u nesigurnim tržišnim vremenima, već samom svojom reputacijom garantirati za izvršenje naloga, te trgovina u burzovnoj sali utoliko također konkurira inače premoćnoj elektroničkoj trgovini s kojom se ne može mjeriti u brzini i vjerojatnosti izvršenja naloga.¹⁵² Nije stoga dobro da banke svojim načelima za izvršavanje naloga unaprijed otklanjaju svaku mogućnost izvršenja naloga neposredno u burzovnim salama.¹⁵³

6.12. IZVRŠENJE NALOGA PO JEDNOM JEDINSTVENOM TEČAJU ILI TRGOVINA PO NEPREKIDNOM, TEKUĆEM TEČAJU

Cijena se u burzovnoj trgovini utvrđuje ovisno o tome izvršavaju li se nalozi po jednom jedinstvenom tečaju, po neprekidnom, tekućem tečaju ili unutar posebnih dražbovnih sustava. Odluka o tome koja od tih mogućnosti ima prednost donosi se na temelju pojedinosti koje su bitne za pojedinu burzu, uzanci koje se primjenjuju na burzovnu trgovinu te komisijskih obveza zaštite klijentovih interesa.

¹⁵¹ V. Ekkenga, HGB Effektengeschäft, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 461; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 159.

¹⁵² V. Ekkenga, HGB Effektengeschäft, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 461. Prekruto sa stajališta spomenute garancije Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 159.

¹⁵³ U tom smislu v. opravdano kritiku određenih njemačkih načela za izvršavanje naloga Dierkes, ZBB 2008, str. 417, 421.

Banka nalogoprimac prosljeđuje bez odgađanja nalog voditelju skontracije ako je nalog prikladan da se izvrši u varijabilnoj, nestalnoj burzovnoj trgovini. O varijabilnoj burzovnoj trgovini riječ je konkretno sa stajališta predotvaranja, dražbe uravnoteženja i dražbe u posebnom režimu trgovine na Zagrebačkoj burzi koje imaju varijabilni završetak, što znači da trenutak završetka predotvaranja, dražbe uravnoteženja i dražbe u posebnom režimu trgovine određuje samostalno trgovinski sustav – konkretno za ZSE OMX – unutar unaprijed određenog razdoblja, bez sudjelovanja ili utjecaja djelatnika Burze, koristeći se generatorom slučajnih brojeva.¹⁵⁴ Klijentove naloge treba, naime, izvršiti što prije s obzirom na rizik za klijenta nepovoljnog kretanja burzovnog tečaja. Prispiju li takvi klijentovi nalozi banci pravodobno prije nego što se burza otvori, oni će se u najvećoj mogućoj mjeri uvažiti već prilikom utvrđivanja početnog tečaja odnosno tečaja predotvaranja. Svrha je predotvaranja što realnije i reprezentativnije utvrditi prve cijene određenog financijskog instrumenta u trgovinskom danu.¹⁵⁵ Taj tečaj predotvaranja, konkretno tzv. cijena otvaranja, izračunava se kao i zaključni prosječni dnevni tečaj te, primjerice, podnevni jedinstveni tečaj na temelju svih naloga za kupnju odnosno prodaju koji su do određenog mjerodavnog trenutka uneseni u trgovinski sustav. Tijekom predotvaranja sudionici burzovne trgovine unose naloge, ponude, u trgovinski sustav, ali pritom ne dolazi odmah do sklapanja transakcija, provedbenih poslova; oni se sklappaju na kraju postupka predotvaranja po jedinstvenoj cijeni, tzv. cijeni otvaranja.¹⁵⁶ Cijena se izračunava u tri koraka: utvrđuje se najprije maksimalna količina, potom se određuje minimalni iznos preostale količine te se na koncu izračunava prosječna cijena.¹⁵⁷ Cijena otvaranja je stoga materijalnopravno jedinstvena, prosječna cijena, jedinstveni tečaj kao i podnevni jedinstveni tečaj koji se uobičajeno označuje kao kasa kurs pojedinog burzovnog trgovinskog dana.

Ako pojedini klijentovi nalozi ne dosežu varijabilni volumen vrijednosnih papira kojim se trguje na burzi, oni se prosljeđuju dalje burzovnim mešetarima da bi ga oni izvršili po jednom jedinstvenom tečaju odnosno tzv. kasa kursu. Praksa s dobrim razlozima uglavnom polazi od toga da se više pojedinačnih naloga koji se nisu izvršili po varijabilnom tečaju međusobno skupi tako da zajedno dosegnu volumen koji je potreban da se skupno izvrše u trgovini s neprekidnim, tekućim tečajem. Ti nalozi tumače se s obzirom na veličine, volumene koji nisu bili dostatni za varijabilnu burzovnu trgovinu tako da ih klijent u konačnici, također,

¹⁵⁴ Tako Br. 8.6.1., 234. Pravila Zagrebačke burze, pročišćeni neslužbeni tekst, lipanj 2012., skinut s web stranice Zagrebačke burze 11. ožujka 2013.

¹⁵⁵ Tako Br. 8.6.1.1., 235. Pravila Zagrebačke burze, pročišćeni neslužbeni tekst, lipanj 2012., skinut s web stranice Zagrebačke burze 11. ožujka 2013.

¹⁵⁶ Tako Br. 8.6.1.1., 236. Pravila Zagrebačke burze, pročišćeni neslužbeni tekst, lipanj 2012., skinut s web stranice Zagrebačke burze 11. ožujka 2013.

¹⁵⁷ Tako Br. 8.6.1.1., 236. Pravila Zagrebačke burze, pročišćeni neslužbeni tekst, lipanj 2012., skinut s web stranice Zagrebačke burze 11. ožujka 2013.

želi izvršiti po kasa kursu. Načelo prema kojem se svi zadani nalozi izvršavaju u najvećoj mogućoj mjeri, u najvećem mogućem volumenu vrijedi i kod kasa kursa kao jednog jedinstvenog tečaja jer omogućuje da se u potpunosti odmjeri ukupna ponuda s ukupnom potražnjom.¹⁵⁸ Svi nalozi koje su tržišni sudionici prosljedili voditelju skontracije u tu se svrhu skupljaju te ih se u jednom trenutku skupno izvršava. Postupak u kojem se formira jedinstveni kasa kurs stoga je optimum tržišta koje je vremenski koncentrirano.¹⁵⁹

a) *Best service provider, best executor*

Ako opći uvjeti burzovne trgovine to dopuštaju, sama banka ili međukomisionar mogu sami neposredno izvršiti naloge klijenata u okviru elektroničke trgovine. *Best service provider* obavlja svoje djelatnosti na temelju ugovora koji sklapa s nadležnom burzom. U tom ugovoru navode se vrijednosni papiri glede kojih se obavlja ta djelatnost. Burzovna Uredba FWB nudi, primjerice, tržišnim sudionicima mogućnost da se registriraju kao *Best service provider (best executor)*. Na temelju § 79 st. 1. BörsO FWB *best service provider* može rukovodeći se *best service quotes* u neprekidnoj, tekućoj burzovnoj trgovini s unutar dnevnim dražbama za vrijeme neprekidne, tekuće trgovine po jedinstvenoj cijeni interno, unutar same svoje kuće, izvršavati naloge svojih klijenata i naloge drugih tržišnih sudionika koje su im povjerali njihovi klijenti ako je ta usluga, ponajprije gledajući cijenu (*best service*), povoljnija za klijenta usporedi li ju se s uslugom, cijenom, po kojoj bi se nalog mogao izvršiti unese li se u knjigu naloga elektroničkog trgovinskog sustava. *Best service provider* primjer je sistematskog internalizatora iz čl. 3. st. 1. t. 8. ZTK.a.¹⁶⁰ Sustavnom uporabom Xetra-Besta u trgovini dionicama i certifikatima banka, naime, brzo preuzima funkciju sistematskog internalizatora.¹⁶¹ Tada nije riječ o klasičnom slučaju iz čl. 789. ZOO kad komisionar kupuje robu komitenta ili mu prodaje svoju robu budući da se nalozi za kupnju i prodaju vrijednosnih papira povezuju automatski putem elektroničkog sustava te stoga ne počivaju na diskrecijskoj prosudbi banke, a osim toga takvo izvršavanje naloga mora biti cjenovno povoljnije za klijenta usporedi li se s izvršavanjem klijentovih naloga koji se unose u knjigu naloga elektroničkog trgovinskog sustava.¹⁶²

¹⁵⁸ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 168a.

¹⁵⁹ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 168a.

¹⁶⁰ Sistematski internalizator je investicijsko društvo koje u smislu čl. 21. Uredbe EZ br. 1287/2006 na organiziran, učestao i sustavan način (hoće se reći redovito i trajno; op.a.) trguje za vlastiti račun izvršavajući naloge klijenata izvan uređenog tržišta ili multilateralne trgovinske platforme.

¹⁶¹ Tako sa stajališta njemačkog prava Ekkenga, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 466.

¹⁶² V. u tom smjeru sa stajališta čl. 789. ZOO poredbenog § 400 HGB-a Einsele, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 8.

Njemačka burza stavlja za te potrebe sudionicima tržišta na raspolaganje poseban trgovinski sustav *Xetra best execution*, koji u prvom redu provjerava može li sama banka, koja nudi uslugu *best service provider*, smjesta izvršiti naloge klijenata za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Na temelju parametara koje je taj trgovinski sustav prehodno dao *best service provideru*, generiraju se obvezujuće kvote *best service providera* kojima se zatvaraju, izvršavaju klijentovi nalozi (*best service quotes*). Pomoću *best service* izvršavaju se samo oni nalozi klijenata *best service providera* te nalozi klijenata drugih tržišnih sudionika koje su im povjerali njihovi klijenti s kojima je *best service provider* sklopio odgovarajući dogovor o tome da mu se prosljede nalozi klijenata tih tržišnih sudionika (tako § 79 st. 3. BörsO FWB). Poslovi koji se poduzimaju u okviru *best service* ne računaju se u burzovnu cijenu te se posebno naznačuju prilikom objave burzovnih podataka (tako § 79 st. 3. BörsO FWB).

b) *Designated sponsori i specijalisti*

Sustav neprekidne, kontinuirane burzovne trgovine strukturiranim proizvodima nameće izdavateljima obvezu da već u zahtjevu za uvrštenje svojih vrijednosnih papira izaberu hoće li se njihovim vrijednosnim papirima trgovati po *market-maker* modelu ili po specijalističkom modelu te da navedu osobu koja je kontinuirano dužna kupovati odnosno prodavati određene kvote vrijednosnih papira (v. primjerice §§ 99. i 100. FWB). *designated sponsori* odnosno *market-makeri* te specijalisti dijele zajedničku funkciju održavatelja tržišta kapitala.

Kako bi pospješile tržišnu likvidnost burze često ovlašćuju tzv. *Designated sponsore* koji preuzimaju funkciju *market-maker*a (v. primjerice § 76 st. 3. BörsO FWB). Oni, naime, preuzimaju obvezu sklopiti odgovarajuće poslove na temelju istaknutih ponuda na kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Time se ponajprije pospješuje likvidnost srednjih i malih izdanja vrijednosnih papira te se poboljšava kvaliteta i stabilnost burzovne cijene jer se u najvećoj mogućoj mjeri suzuje raspon između prodajne i kupovne cijene.¹⁶³

Za razliku od *Designated sponsora*, specijalisti ne daju kontinuirano obvezujuće, nego samo **indikativne** ponude za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira (v. primjerice § 103. BörsO FWB). Zateknu li se u knjizi naloga nalozi koji se međusobno mogu izvršiti ili se mogu izvršiti uzimajući u obzir indikativne kvote koje je dao specijalist, specijalist je dužan bez odgađanja ponuditi obvezujuće kvote (v. primjerice § 69. st. 4. t. 2. reč. 1. BörsO FWB). Limitirani nalozi za kupnju odnosno prodaju obvezujućih kvota trebaju se podudarati ili pak biti uži od prethodnih indikativnih specijalistovih kvota (v. primjerice § 69. st. 4. t. 2. reč. 2. BörsO FWB).

¹⁶³ Tako sa stajališta njemačkog prava Seiffert, u: Kümpel/Wittig, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 4.291.

Specijalistička ponuda Pravila ZSE ne vodi računa o razgraničenju između spomenutog *Designated sponsora* i specijalista (v. čl. 2.5. 77. u vezi s čl. 8.10.1 347. Pravila ZSE). Ona trebaju stoga (po uzoru na spomenuta rješenja BörsO FWB) preciznije razgraničiti indikativne i obvezujuće specijalističke ponude.

6.13. DO KADA VAŽE KLIJENTOVI NALOZI

Za razliku od domaćih posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima, posebni poredbenopravni uvjeti za poslovanje vrijednosnim papirima redovito sadržavaju klauzule o tome do kada važe nalozi koje su klijenti dali banci, a da pritom nisu ograničili vrijeme važenja svoga naloga.¹⁶⁴ Te neoročene komisijske naloge treba razgraničiti ovisno o tome je li klijent nalogom postavio cjenovni limit kojeg se banka dužna držati izvršavajući nalog. Uzmemo li se u obzir danas prevladavajuća kolebanja tečaja vrijednosnih papira, tzv. volatilnost tržišta, treba poći od toga da je klijent u trenutku kad je banci dao nalog pošao od aktualnog kursa, tečaja, vrijednosnih papira. Cjenovno nelimitirani nalog važi stoga samo za još jedan burzovni dan.¹⁶⁵ Ako nalog nije prispio banci na vrijeme tako da ga ona ne može u okviru redovitog preostalog radnog vremena izvršiti još istoga tog dana, dužna ga je zabilježiti za izvršenje narednog burzovnog dana.¹⁶⁶ Želi li klijent da njegov nalog važi dulje, može dati banci nalog koji je u tom smislu na odgovarajući način oročen.

Ako banka ne izvrši nalog, dužna je o tome bez odgađanja obavijestiti klijenta.¹⁶⁷ Što se tiče cjenovno limitiranih naloga, treba prihvatiti pravilo po kojem oni važe do posljednjeg burzovnog dana tekućeg mjeseca, tzv. ultimo tekući mjesec. Prispije li pak nalog posljednjeg dana tekućeg mjeseca, ali ga banka ne može u okviru redovitog preostalog radnog vremena izvršiti još istoga tog dana, dužna ga je zabilježiti za izvršenje narednog mjeseca. O tome je banka dužna bez odgađanja obavijestiti klijenta.¹⁶⁸

Dogovor banke i klijenta o tome do kada važi nalog ne bi trebao ovisiti o tome zbog čega je u pojedinom slučaju izostalo izvršenje naloga. Ako banka ne stigne izvršiti nalog još istog dana kad ga je zaprimila, dužna ga je zabilježiti za izvršenje narednog burzovnog dana, i to isto i kad ga nije izvršila zbog cjenovnog limita

¹⁶⁴ V., primjerice, Br. 6. njemačkih SoBedinWP.

¹⁶⁵ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 169.

¹⁶⁶ Tako, primjerice, i sa stajališta hrvatskog prava instruktivna klauzula Br. 6 st. 1. reč. 1. njemačkih SoBedinWP.

¹⁶⁷ Tako, primjerice, i sa stajališta hrvatskog prava instruktivna klauzula Br. 6 st. 1. reč. 2. njemačkih SoBedinWP.

¹⁶⁸ Tako, primjerice, i sa stajališta hrvatskog prava instruktivna klauzula Br. 6. st. 2. njemačkih SoBedinWP.

koji je odredio sam klijent ili zbog toga što se na burzi uopće nije odredio tečaj vrijednosnog papira. Pogrešno je, dakle, prebaciti izvršenje zaprimljenog naloga za sljedeći burzovni dan samo onda kad banka zaprimljeni nalog ne stigne izvršiti još istoga dana jer joj je prispio sa zakašnjenjem.

a) Nalozi za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica i drugih vrijednosnih papira

Rok važenja naloga za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica i drugih vrijednosnih papira ravna se prema posebnim pravilima jer se tim pravilima trguje samo u točno određenom razdoblju. Cjenovno nelimitirani nalog za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica i drugih vrijednosnih papira treba važiti do isteka razdoblja u kojem se trguje pravom prvenstva upisa novih vrijednosnih papira. Cjenovno limitirani nalog za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica i drugih vrijednosnih papira treba važiti do isteka prethodnog dana trgovine pravom prvenstva upisa novih vrijednosnih papira. Naloga treba razgraničiti ovisno o tome jesu li oni cjenovno limitirani jer se tako može bolje voditi računa o praktičnim potrebama.

aa) Prestanak važenja klijentovih naloga jer se vrijednosni papiri izuzimaju iz burzovnog tečaja

Posebna pravila o važenju klijentovih naloga vrijede i kad burza ili regulator naredi prije nego što se zaprimljeni nalog izvršio da se vrijednosni papiri na koje se ti nalozi odnose izuzmu iz burzovnog tečaja odnosno da se obustavi burzovna trgovina tim vrijednosnim papirima. Okolnosti koje su dovele do toga da se obustavi burzovna trgovina određenim vrijednosnim papirima u pravilu se pozitivno ili negativno odražavaju na daljnji razvoj burzovnog tečaja; time se bitno mijenja temelj zbog kojeg je klijent dao banci nalog.¹⁶⁹ Banka je na to dužna klijentu skrenuti pozornost po općim pravilima ugovora o nalogu te zatražiti njegove nove upute (čl. 765. st. 2. ZOO). Uzme li se u obzir masovnost naloga za kupnju i prodaju vrijednosnih papira, to u svakom slučaju ne bi bilo praktično rješenje. Opći uvjeti poslovanja za poslove s vrijednosnim papirima trebaju stoga izričito propisati: "Izostane li na nekom tuzemnom mjestu izvršenja naloga utvrđivanje cijene vrijednosnih papira zbog posebnih okolnosti koje se tiču njihovog izdavatelja (izuzimanje iz tečaja), prestaju svi nalozi koje treba izvršiti na tom konkretnom mjestu trgovanja, a tiču se tih vrijednosnih papira."¹⁷⁰

¹⁶⁹ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 173.

¹⁷⁰ To izričito propisuje § 8 st. 2. njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

Izvršavaju li se klijentovi nalozi na inozemnim mjestima izvršenja, na njih se primjenjuju uzance inozemnog mjesta trgovanja.¹⁷¹ Tuzemna banka podvrgava se u pravilu uzancama inozemnog mjesta trgovanja čim u izvršavanje klijentova naloga uključi inozemnu banku. Inozemne uzance primjenjuju se, jednako i na klijenta jer banka prema općim pravilima ugovora o komisiji posao sa svojim inozemnim ugovornim partnerom sklapa u svoje ime i za račun klijenta.

Izdavatelji trebaju voditi računa o tome da o razlozima prestanka važenja klijentovih naloga koji su ugovoreni putem njihovih općih uvjeta poslovanja za poslove s vrijednosnim papirima smjesta obavještavaju javnost sukladno svojim prisilnopravnim *ad hoc* publicitetnim obvezama iz čl. 459. st. 1. ZTK. Prije nego što te informacije o izuzimanju vrijednosnih papira iz burzovnog tečaja podijeli s javnošću, izdavatelj ih je dužan javiti burzi na kojoj su uvršteni ti vrijednosni papiri ili njihovi derivati te regulatoru kako bi oni mogli provjeriti je li zaista nužno izuzeti te vrijednosne papire iz trgovanja.¹⁷²

6.14. KLIJENT JE DUŽAN REKLAMIRATI BANCI DA JE PRIMIO MANJKAV OBRAČUN O IZVRŠENOM NALOGU ILI DA GA UOPĆE NIJE PRIMIO

Nakon što izvrši nalog, banka šalje klijentu bez odgađanja uvriježeni obrazac putem kojeg mu polaže račun o obavljenom poslu. Banka time ispunjava svoju obvezu iz čl. 768. ZOO, šalje klijentu obračun o obavljenom poslu. Financijska komisija ne trpi u načelu klauzule ugovorene neposrednom pogodbom banke i klijenta s naslova čl. 769. ZOO prema kojima bi banka prvo bila dužna bez odgađanja javiti klijentu da je obavila provedbeni posao. Ta praksa banaka sprječava da se klijentu prvo općenito javi da je obavljen provedbeni posao te da mu se potom o tom poslu položi račun. Suprotan pristup nepotrebno bi otežao žurno izvršenje financijske komisije kao posla koji se masovno poduzima. Dogovor banke i klijenta o formularnom obračunu provedbenog posla ima karakter općih uvjeta poslovanja te općenito zavrjeđuje pravnu zaštitu. Takav formularni obračun banka šalje klijentu i u slučajevima kad joj klijent nije dao nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira, nego je s bankom sklopio posao s fiksnom cijenom. Poželjno je da banke ugrade spomenutu klauzulu u svoje opće uvjete poslovanja vrijednosnim papirima.

¹⁷¹ To izričito propisuje § 8 st. 3. njemačkih AGB Wertpapiergeschäfte.

¹⁷² Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 175. V. i čl. 459. st. 1. ZTK odgovarajući, ali precizniji § 15 st. 1. te st. 4. t. 1. do 3. WpHG. Ni ZTK niti Pravilnik o objavi povlaštenih informacija koje se neposredno odnose na izdavatelja te o određivanju opravdanih interesa izdavatelja u svrhu neobjavlivanja ne propisuju, naime, izričito da je izdavatelj prije nego što povlaštene informacije podijeli s javnošću, dužan o tome obavijestiti regulatora i burzu na kojoj su uvršteni ti vrijednosni papiri ili njihovi derivati.

Čim primi obračun, klijent je dužan bez odgađanja provjeriti je li obračun uredan te reklamirati banci manjkav odnosno netočan ili nepotpun obračun o izvršenom nalogu. Ako ga, pak, nije primio na vrijeme, a u svakom slučaju ga očekuje, klijent je dužan bez odgađanja reklamirati banci da uopće nije primio obračun. Utoliko nema razlike između klijentove reklamacije obračuna o izvršenom nalogu za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira i njegove reklamacije izvatka o saldu na žiro računu ili bankovnih izvještaja o tome je li izvršen nalog za doznaku odnosno jesu li prispejele očekivane uplate odnosno poruke (*avise*).

Uzmu li se u obzir dnevna kolebanja tečaja vrijednosnih papira, banci treba omogućiti da manjkavo izvršene naloge ispravi, ako je to moguće, još narednog burzovnog dana odnosno da narednog burzovnog dana nadoknadi to što uopće nije izvršila klijentov nalog.¹⁷³ Klijent ne smije povrh toga na teret banke špekulirati o daljnjem kretanju burzovnog tečaja.¹⁷⁴ Zbog naglašenog rizika špekulacije, klijent je dužan bez skrivljenog otezanja reklamirati manjkavo izvršene ili neizvršene naloge jer će u suprotnom izgubiti svoje pravo na reklamaciju obračuna.¹⁷⁵

Modaliteti i rokovi spomenute reklamacije ovise o okolnostima pojedinog slučaja. Pritom treba uputiti na izraz "bez odgađanja" propisan odredbama čl. 403. st. 1. i 404. st. 1. ZOO koji se u sudskoj praksi i pravnoj književnosti veže uz postupanje bez skrivljenog otezanja. Ne može se općenito reći koliko klijent ima vremena za spomenute reklamacije. To se može odgovoriti tek nakon što se s obzirom na okolnosti pojedinog slučaja pažljivo odmijere interesi obaju ugovornih partnera.¹⁷⁶ Pritom se treba osvrnuti na posebnosti financijske komisije, među koje svakako spada i izražen rizik dnevnog kolebanja burzovnog tečaja.

Obveza klijenta reklamirati manjkav obračun omogućuje banci da što je moguće prije sazna za to da nije sastavila obračun sukladno uputama iz klijentova naloga odnosno da uopće nije sastavila obračun iako je to bila dužna učiniti.¹⁷⁷ Obveza klijenta da reklamira obračun bez odgađanja nipošto ne znači da klijent treba smjesta djelovati. Klijent nije stoga u pravilu dužan reagirati još istoga dana kad mu je prispio manjkav obračun odnosno onog dana kad je jasno da banka kasni s obračunom.¹⁷⁸ Klijentu, kao ugovornom partneru, pripada dakle stanoviti rok koji se u svakom slučaju treba pošteno odmjeriti. Oduži li klijent s reklamacijom, treba uzeti da je on za to kriv ako se oklijevanje s reklamacijom kosi s okolnostima pojedinog slučaja. Klijent tada gubi imovinskopravne zahtjeve prema banci na temelju neispunjenja ili neurednog ispunjenja naloga. Obveza klijenta da što prije obavijesti banku o manjkavom obračunu snažno suzuje mogućnost reklamacije

¹⁷³ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 178.

¹⁷⁴ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1932 u vezi s Rbr. 1846.

¹⁷⁵ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1932 u vezi s Rbr. 1846.

¹⁷⁶ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 180.

¹⁷⁷ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 181.

¹⁷⁸ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 181.

u pisanom obliku. Nije stoga dovoljno da klijent reklamira banci manjkav nalog putem običnog ili preporučenog pisma, osim ako to pismo iznimno može prispjeti banci tek neznatno kasnije od maila ili telefaksa jer ga klijent, primjerice, dostavlja banci preko kurira ili posebne *subito* poštanske usluge.¹⁷⁹

VII. POSLOVI VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA S FIKSNOM CIJENOM

Banka i klijent već tijekom pregovora o ulaganju u vrijednosne papire mogu sklopiti ugovor o kupoprodaji kojim se banka obvezuje klijentu nabaviti ili otuđiti vrijednosne papire. Tada je riječ o tzv. čvrstim poslovima, poslovima s fiksnom cijenom.¹⁸⁰ Kod tih poslova klijent ne daje banci nikakav komisijski nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira ne temelju kojih bi banka tek preuzela obvezu da se pomuči kako bi svome klijentu na tržištu nabavila ili otuđila vrijednosne papire.

Općim uvjetima poslovanja banaka za poslove s vrijednosnim papirima poželjno je ugovoriti da takvi ugovori o kupoprodaji stupaju na snagu kad se banka i klijent dogovore o "čvrstoj", fiksnoj cijeni – kao što je to i inače tipično za ugovor o kupoprodaji! – po kojoj će banka prodati odnosno kupiti klijentu vrijednosne papire.¹⁸¹ Takvi čvrsti poslovi sklapaju se u pravilu prilikom stjecanja vrijednosnih papira s čvrsto određenim prinosima odnosno kamatama ili investicijskih certifikata putem bankovne tezge, šaltera. Bankovna tezga označuje poslove vrijednosnim papirima kod kojih banka klijentu efektivno na šalteru uručuje vrijednosne papire koji su izdani u materijaliziranom obliku. Fiksni poslovi sklapaju se uglavnom s privatnom klijentelom, no mogu se sklapati i s institucionalnim ulagateljima ako, primjerice, konkretan obujam burzovnih poslova dosegne donju granicu koja se zahtijeva za sklapanje burzovne transakcije putem elektroničkog trgovinskog sustava OMX ili XETRA.¹⁸² U tom slučaju banka se može prema svom klijentu smjesta obvezati da će mu isporučiti vrijednosne papire, a da se pritom ne izloži riziku koji proizlazi iz činjenice da će joj klijent tek naknadno osigurati pokriće te da nju u međuvremenu može pogoditi nepovoljno kretanja tečaja vrijednosnih papira.¹⁸³

¹⁷⁹ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 181.

¹⁸⁰ U njemačkom pravu ti se poslovi nazivaju *Festpreisgeschäfte*. V., primjerice, Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 186.

¹⁸¹ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu klauzulu br. 1. st. 3. reč. 1. AGB Wertpapiergeschäfte.

¹⁸² V., primjerice, sa stajališta njemačke burze Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 187.

¹⁸³ V., primjerice, sa stajališta njemačke burze Kümpel, WM 91, Sonderbeilage Br. 4, str. 22; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 187.

7.1. DOPUSTIVOST FIKSNIH POSLOVA, POSLOVA S ODREĐENOM CIJENOM

Fiksni poslovi su bez daljnijega dopušteni budući da ZTK ne sili tržišne sudionike da trguju vrijednosnim papirima isključivo preko burze. Klijent koji ulazi u te fiksne poslove nije zainteresiran samo za to da se banka kao komisionar pomuči kako bi mu nabavila ili otuđila vrijednosne papire. Dade li, naime, klijent banci nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira, i nadalje nije izvjesno hoće li banka kao komisionar zaista i nabaviti odnosno otuđiti vrijednosne papire na koje se konkretan klijentov nalog odnosi. Fiksni poslovi polaze od tipične situacije u kojoj je klijent ponajprije zainteresiran da mu se banka odmah čvrsto obveže isporučiti odnosno preuzeti konkretne vrijednosne papire neovisno o tome što će se poslije događati s provedbenim poslom odnosno poslom pokrića.¹⁸⁴

Odredba čl. 83. ZTK-a (i čl. 8. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi izvršavanja naloga klijenta) je zbunjujuća, "navodi" na pogrešne zaključke o pravnom režimu fiksnih poslova koji se sklapaju povodom tzv. limitiranih naloga klijenta. Sklope li, naime, banka i klijent ugovor o kupoprodaji (*nota bene* i čl. 83. st. 1. ZTK-a govori isključivo o kupnji odnosno prodaji financijskih instrumenata za razliku od odredbe čl. 78. st. 1. i st. 2. ZTK-a koja ističe ključnu pretpostavku financijske komisije da banka provedbeni posao sklapa u svoje ime!) oni su se suglasili o predmetu i cijeni. Rizik povoljnije odnosno lošije cijene u odnosu na cijenu koja je ugovorena snose i banka i klijent, a ne samo banka kako se to pogrešno daje zaključiti doslovnim tumačenjem odredbe čl. 83. st. 1. ZTK-a. Sasvim je druga stvar dogovore li se banka i klijent da se financijski instrumenti nabavljaju ili otuđuju po dogovorenoj cijeni ili po burzovnoj odnosno tržišnoj cijeni koja je za klijenta povoljnija. Odredba čl. 83. ZTK-a (i čl. 8. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi izvršavanja naloga klijenta) "navodi" i na pogrešan zaključak po kojem se ugovori o kupoprodaji financijskih instrumenata koji su sklopljeni povodom klijentovih limitiranih naloga uvijek moraju izvršiti tako da banka nabavi ili otuđi predmetne financijske instrumente putem uređenog tržišta ili MTP-a. Nema, naime, nikakve zapreke da banka isporuči klijent svoje financijske instrumente odnosno da sama kupi od klijenta po dogovorenoj cijeni financijske instrumente.

Kod tzv. limitiranih naloga treba stoga precizno razgraničiti naloge za kupnju odnosno prodaju financijskih instrumenata po određenoj, fiksnoj cijeni od limitiranih naloga za kupnju odnosno prodaju financijskih instrumenata po fiksnoj cijeni ili cijeni koja je za klijenta povoljnija. Banka može, isto tako, prihvatiti ponudu klijentova limitiranog naloga samo pod uvjetom ako na burzi ili MTK-a poduzme odgovarajući posao pokrića.

¹⁸⁴ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 188.

7.2. RAZLIKA IZMEĐU FIKSNIH POSLOVA I PRAVNE KONSTRUKCIJE KOJA POLAZI OD VLASTITIH POSLOVA, PROPER-POSLOVA BANKE

Fiksni poslovi bitno se razlikuju od vlastitih poslova banke. Općim uvjetima poslovanja banaka može se, primjerice, ovlastiti banku da klijentov nalog uvijek obavi kao vlastiti posao ako se vrijednosnim papirima na koje se klijentov nalog odnosi ne trguje na redovnom tržištu tuzemne burze.¹⁸⁵ Takve klauzule općih uvjeta poslovanja banaka dvojbene su sa stajališta čl. 296. st. 1. ZOO.

Vlastiti poslovi banke, kao i fiksni poslovi, ne temelje se na komisiji, nego na kupoprodajnim odnosima banke i klijenta. I kod vlastitih poslova banke ponuda klijenta neposredno je usmjerena na sklapanje ugovora o kupoprodaji.¹⁸⁶ Klijent banci tada ne daje naloge, nego ponude za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira. Ni kod vlastitih niti kod fiksnih poslova banka kao kupac odnosno prodavatelj nije dužna položiti klijentu račun o obavljenom poslu (čl. 794. ZOO).

Nije, međutim, prihvatljivo da banka sama odredi cijenu, što je ključna karakteristika tzv. vlastitih, *proper*-poslova. Na vlastite poslove ne primjenjuje se, naime, odredba čl. 789. ZOO te, posebice, pravilo po kojem je banci zabranjeno zarađivati na razlici između cijene koju je klijent odredio i više odnosno niže burzovne cijene (čl. 789. st. 3. ZOO) jer banka u tom smislu na svoju korist odstupa od spomenutih dispozitivnih pravila ZOO-a. Banka može stoga kod vlastitih poslova ugovarati cijenu koja ne ovisi o cijeni posla pokrića.¹⁸⁷ Ona kod vlastitih poslova potpuno slobodno odlučuje o tome koju će cijenu zaračunati klijentu te u tom smislu ima puno pravo iskoristiti svaku priliku koja joj je na raspolaganju.¹⁸⁸ Opći uvjeti poslovanja banaka trebaju početi od koncepta fiksnih poslova kod kojih banka i klijent zajedno određuju cijenu po kojoj će se vrijednosni papiri nabaviti odnosno otuđiti, a ne od koncepta vlastitih poslova banke budući da su klauzule općih uvjeta poslovanja banaka koje se oslanjaju na taj koncept ništave jer prema čl. 296. ZOO suprotno načelu savjesnosti i poštenja uzrokuju očiglednu neravnopravnost u pravima i obvezama ugovornih strana na štetu suugovaratelja korisnika općih uvjeta poslovanja odnosno klijenta banke.

Razlika između fiksnih poslova i vlastitih poslova banke očituje se i u tome što banka ne može svojom pukom šutnjom (čl. 265. ZOO) preuzeti prema klijentu obveze na ispunjenje s naslova vlastitih poslova banke. Šutnja banke ne može se u tom smislu tumačiti kao prihvat klijentove ponude banci za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira.¹⁸⁹ Pravilo čl. 265. ZOO ne vrijedi ako je, naime, na

¹⁸⁵ Tako, primjerice, klauzula br. 29. st. 2. starih njemačkih općih uvjeta poslovanja banaka.

¹⁸⁶ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1823.

¹⁸⁷ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1843.

¹⁸⁸ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1843, pozivajući se na odluku BGH. V. BGH WM 1959. str. 999, 1001.

¹⁸⁹ Tako Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1842.

temelju okolnosti pojedinog slučaja i interesa strana konkretnog odnosa jasno da šutnja nema učinak prihvata, a o čemu je upravo riječ ako nije sigurno hoće li banka uspjeti obaviti posao pokrića.¹⁹⁰ Banka sklapa s klijentom vlastiti posao odnosno ugovor o kupoprodaji tek kad na tržištu poduzme tom poslu korespondentni posao pokrića. Kod vlastitog posla ostaje, dakle, neizvjesno, kao i kod komisijskog naloga, hoće li u konačnici konkretan posao vrijednosnim papirima uopće stupiti na snagu.

Dogovore li se banka i klijent o cijeni, kao što je kod fiksnih poslova, time oni u pravilu konkludentno sklapaju ugovor o kupoprodaji. Banka je tada u svakom slučaju dužna pripisati konkretne vrijednosne papire saldu klijentova depozita vrijednosnih papira odnosno preuzeti konkretne vrijednosne papire od klijenta.

Banka može i kod fiksnih poslova vezati svoju obvezu isporuke odnosno preuzimanja vrijednosnih papira uz sklapanje odgovarajućeg posla pokrića na tržištu, no ona takav odgodni uvjet (čl. 297. st. 2. ZOO) treba izričito dogovoriti s klijentom.

VIII. BANKE KAO TRŽIŠNI INTERMEDIJARI, BURZOVNI MEŠETARI

Klijenti banaka nemaju u pravilu neposredan pristup tržištu kapitala, i to ponajprije zbog tržišnotehničkih razloga. To vrijedi posebice za burzovna tržišta, pa tako ZTK te Pravila Zagrebačke burze, također, zahtijevaju posebna dopuštenja za sudjelovanje u domaćoj burzovnoj trgovini. Funkcionalnost tržišta kapitala ovisi stoga o međusobnoj suradnji spomenutih tržišnih intermedijara.

Ako klijent banke ne može zbog tržišnotehničkih razloga neposredno pristupiti tržištu kapitala, upućen je na to da banka kojoj je dao nalog kao tržišni intermedijar prikladno štiti njegove interese. Tržištu kapitala svojstven je rizik zapostavljanja klijentovih interesa od tržišnih intermedijara pa zbog toga odgovarajuća pravila i mjere vode računa o tome da banke kao intermedijari pritom postupaju u klijentovu najboljem interesu. Interesi klijenata kao ulagatelja na tržište kapitala zavrjeđuju u tom smislu prednost pred vlastitim interesima banke kao intermedijara.

8.1. PRAVILA POSLOVNOG PONAŠANJA PREMA ZTK-U

Zaštita interesa klijenta koji trguje vrijednosnim papirima jedna je od pet temeljnih točaka zaštite ulagatelja na tržištu kapitala.¹⁹¹ Ta zaštita ostvaruje se

¹⁹⁰ V. u tom smislu sa stajališta čl. 265. ZOO poredbenog § 362 njemačkog HGB Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1842.

¹⁹¹ Tako Hopt, op. cit. u bilj. 2, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, str. 338, 479.

pravilima poslovnog ponašanja. Ona odgovaraju u bitnome pravilima dobrog ponašanja iz čl. 19. Smjernice 2004/39 EU. Pravila poslovnog ponašanja i njihova kontrola ključni su za uspostavljanje povjerenja ulagatelja u uredno i neometano funkcioniranje tržišta kapitala. Klijenti banaka koji trguju vrijednosnim papirima nemaju u pravilu nikakva saznanja o tome što se događa s konkretnim poslom kad banka primi njihov nalog. Klijenti, u pravilu, ne znaju kako banka izvršava njihove naloga. Oni nemaju, također, uvid ni u konkretnu tržišnu situaciju pa ni s tog stajališta nisu kadri provjeriti je li banka uredno obavila njihov nalog za nabavu ili otuđenje vrijednosnih papira.

Pravila poslovnog ponašanja ne štite samo ulagatelje, ona, također, štite i samu funkcionalnost tržišta kapitala. Zbog tržišnotehničkih razloga nije moguće organizirati uredno funkcioniranje tržišta kapitala ako se u trgovinu vrijednosnim papirima ne uključi banke kao tržišne intermedijare.¹⁹² Uzdrma li se povjerenje klijenata koji trguju vrijednosnim papirima u uredno i neometano obavljanje njihovih naloga, to može u konačnici ugroziti funkcioniranje čitavog tržišta kapitala. Funkcionalno tržište kapitala ponajprije je od presudnog značenja za cjelokupnu nacionalnu, a sve više i za nadnacionalnu, međunarodnu ekonomsku politiku. Provedba zakonom propisanih pravila poslovnog ponašanja stvar je od ključnog javnopravnog interesa.¹⁹³ Zaštita ulagatelja i zaštita urednog i neometanog funkcioniranja tržišta kapitala idu u svakom slučaju ruku pod ruku tako da te dvije kategorije nije moguće precizno razgraničiti.

Pravila poslovnog ponašanja primjenjuju se neovisno o tome izvršava li banka klijentov komisijski nalog ili je, pak, riječ o fiksnom kupoprodajnom poslu koji banka sklapa sa svojim klijentom.¹⁹⁴ Usluge vrijednosnim papirima obuhvaćaju komisijski posao i vlastitu trgovinu banke vrijednosnim papirima, ali i fiksne poslove koji se na koncu nude kao alternativa komisijskim poslovima i koje su banke u tom smislu što prije dužne ponuditi svojim klijentima putem općih uvjeta poslovanja za trgovinu vrijednosnim papirima.

Usluge vrijednosnim papirima koje se tiču trgovine vrijednosnih papira uključuju nabavljanje i otuđivanje vrijednosnih papira te ih ZTK stoga sa stajališta zaštite ulagatelja uređuje neovisno o tome temelji li se odnos banke i klijenta na ugovoru o komisiji ili na fiksnom kupoprodajnom poslu s naglašenom obvezom banke da se stara o interesima svoga klijenta koji su vezani uz poduzimanje konkretnog posla. I fiksni kupoprodajni posao ima, dakle, izražene elemente ugovora o nalogu koji pridonose učinkovitijoj zaštiti klijenta kao ulagatelja na tržištu kapitala neovisno o njegovu položaju običnog kupca odnosno prodavatelja vrijedno-

¹⁹² Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 199.

¹⁹³ V. i sa stajališta hrvatskog prava instruktivno stajalište koje je izneseno u *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages*, BT-Drucks 12/7918, str. 97.

¹⁹⁴ Tako Oulds, op. cit. u bilj. 1, Rbr. 14.10; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 200.

snih papira.¹⁹⁵ *Ratio legis* ZTK-om propisanih pravila poslovnog ponašanja potvrđuje da odredbe kojima se štite ulagatelji na tržištu kapitala treba, također, što je moguće šire primijeniti i na fiksne poslove vrijednosnim papirima jednako kao i na vlastitu trgovinu vrijednosnim papirima te na slučajeve kad banka na temelju čl. 789. ZOO kao komisionar kupuje odnosno prodaje vrijednosne papire na koje se odnosi klijentov, komitentov nalog.¹⁹⁶

a) Obveza banke da postupa u najboljem interesu klijenta

ZTK vodi računa o općim i posebnim pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih usluga koje ponajprije obuhvaćaju usluge koje se tiču vrijednosnih papira. Opća pravila poslovnog ponašanja konkretiziraju komisij-skopravnu obvezu zaštite komitentovih interesa (čl. 54. st. 1. ZTK) te nastoje u što je moguće većoj mjeri suzbiti skobe interesa banke i klijenta (čl. 53. ZTK). Veliku praktičnu težinu imaju i opća pravila poslovnog ponašanja kojima se obvezuje banku da jasno i potpuno informira i savjetuje klijenta o poslu s vrijednosnim papirima u koji se upušta (čl. 55., 56., 69. ZTK).

Izvršavajući klijentove naloge, banka je dužna postupati u klijentovu najboljem interesu, savjesno i pošteno, u skladu s pojačanim standardima pozornosti koji se zahtijevaju u bankarstvu odnosno u investicijskoj branši kao zahtjevnijem obveznom odnosu te djelujući pritom po najboljim autonomnim trgovačkim pravilima svoje profesije (čl. 54. st. 1. ZTK).¹⁹⁷ Banka je dužna poduzeti sve razumne korake da bi suzbila sukob svojih i klijentovih interesa (čl. 53. ZTK). S interesima banke izjednačeni su interesi članova uprave banke, zaposlenika banke, vezanih zastupnika banke te svih osoba koje su izravno ili neizravno povezane s bankom ili tim osobama putem kontrole s jedne strane (čl. 53. st. 1. t. 1. ZTK). Politika suzbijanja sukoba interesa treba voditi računa i o međusobno suprotstavljenim interesima klijenata banke (čl. 53. st. 1. t. 2. ZTK). Ako organizacijske i administrativne mjere i postupci s ciljem poduzimanja razumnih koraka za sprječavanje negativnog utjecaja sukoba interesa (čl. 38. ZTK) nisu dovoljni da bi se u razumnoj mjeri osiguralo sprječavanje nastanka rizika za interese klijenta, banka je

¹⁹⁵ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 31 njemačkog DepotG koja propisuje odgovarajuću primjenu odredaba kojima se štiti klijent kao komitent pri nabavnoj komisiji vrijednosnih papira i na klijenta prodavatelja odnosno kupca vrijednosnih papira pro vlastitoj trgovini banke vrijednosnim papirima te kad banka na temelju čl. 789. ZOO odgovarajuće odredbe § 400 HGB sama kao komisionar kupuje odnosno prodaje vrijednosne papire na koje se odnosi klijentov, komitentov nalog.

¹⁹⁶ V. u tom smislu i sa stajališta čl. 789. ZOO odgovarajuće odredbe § 400 HGB Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 201.

¹⁹⁷ V. čl. 19. st. 1. Smjernice EU 2004/39. V. i § 31. st. 1. t. 1. njemačkog WpHG.

dužna prije pružanja usluge nedvosmisleno priopćiti klijentu vrstu i izvor sukoba interesa (čl. 53. st. 2. ZTK).

Pravila poslovnog ponašanja pretežito su javnopravnog, regulacijskog karaktera. Ona uređuju upravnopravni odnos HANFE kao regulatora tržišta kapitala i banaka kao tržišnih intermedijara.¹⁹⁸ Pravila poslovnog ponašanja odražavaju se međutim i na privatnopravni odnos banke i njezinih klijenata koji trguju vrijednosnim papirima.¹⁹⁹ Ponajprije odredba čl. 54. st. 1. ZTK konkretizira stoga odredbe ZOO-a koje uređuju ugovor o komisiji i ugovor o nalogu, posebice, pravno shvaćanje po kojem je komisionar odnosno nalogoprimac dužan štititi interese svog komitenta, nalogodavca.²⁰⁰ Pravila poslovnog ponašanja razrađuju stoga privatnopravna rješenja ZOO-a koja se načelno primjenjuju na ugovorni odnos banke i klijenta koji trguje vrijednosnim papirima (763., 764., 785. ZOO).²⁰¹ Iako su odredbe ZTK koje uređuju opća pravila poslovnog ponašanja prvotno sastavljene kao javnopravna, regulacijska pravila, ona dotiču, pa i dodatno utvrđuju temeljne privatnopravne elemente pružanja usluga vrijednosnim papirima.²⁰² ZTK sadržava, dakle, i privatnopravne odredbe prava tržišta kapitala; posrijedi su zakonske (ZTK) prisilnopravne, ali u konačnici ipak privatnopravne odredbe prava tržišta kapitala. Privatnopravni karakter odredaba čl. 54. u vezi s čl. 53. i 69. ZTK potvrđuje i njihov položaj u okviru ukupnog domaćeg pravnog poretka. Stave li se konkretno pravila poslovnog ponašanja u odnos prema ukupnom pravnom poretku dobit će se jasnija slika hoće li ona u pojedinom slučaju potpasti u sferu privatnog ili javnog prava.

Nesporna regulacijska zadaća pravila poslovnog ponašanja iz čl. 54. u vezi s čl. 53. i 69. ZTK ne isključuje činjenicu da iste te odredbe zbog svoje uske unutarnje srodnosti s odredbama ZOO-a imaju ujedno i privatnopravni karakter. Pritom nije bitno što te odredbe ZTK uređuje zajedno s čisto javnopravnim, regulacijskim odredbama koje propisuju organizacijske i administrativne mjere (čl. 36. ZTK i dalje), obveze izvještavanja HANFE o izvršenim transakcijama (čl. 113. ZTK), obveze vođenja evidencije (čl. 112. ZTK) te obveze objave podataka o trgovanju (čl. 114. ZTK). Sagleda li se pravo tržišta kapitala sustavno pravila poslovnog ponašanja iz čl. 54. u vezi s čl. 53. i 69. ZTK jasno pokazuju

¹⁹⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 204.

¹⁹⁹ Riječ je o vladajućem stajalištu nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava. V., primjerice, Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 204.

²⁰⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 204.

²⁰¹ Tako sa stajališta spomenutim odredbama ZOO-a u tom dijelu poredbena rješenja §§ 611, 663 u vezi s § 675 BGB te § 383 HGB Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 204.

²⁰² V. i sa stajališta hrvatskog prava instruktivno stajalište koje je glede § 31 WpHG izneseno u *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages*, BT-Drucks 12/7918, str. 103.

svoju dvostruku pravnu prirodu. Ona imaju istodobno obilježja i privatnog i javnog prava.²⁰³

aa) Opća pravila poslovnog ponašanja

Prilikom obavljanja usluga koje su povezane s vrijednosnim papirima, tzv. investicijskih usluga, banka je na temelju čl. 54. st. 1. ZTK dužna postupati u najboljem interesu svoga klijenta, savjesno, s dužnom pozornošću i profesionalnošću. To pravilo ZTK preklapa s komisionarovom obvezom da preuzete komitentove naloge obavi pozornošću urednog i poštenog gospodarstvenika te da u najvećoj mogućoj mjeri štiti komitentove interese (*arg. ex* 765., čl. 786., čl. 790. st. 1. te čl. 787. st. 4. ZOO). Sklopi li komisionar, naime, posao pod povoljnijim uvjetima od onih određenih nalogom, sva tako postignuta korist pripada komitentu. Komisionar kao trgovac primjenjuje povećanu pozornost u pravnom i poslovnom prometu te je dužan u svemu brinuti se o interesima nalogodavca i njima se rukovoditi. Čl. 54. st. 1. ZTK utvrđuje stoga temeljne elemente pružanja investicijskih usluga produbljujući time ujedno pravila ZOO-a o komisiji.

Banka je i inače dužna brinuti se o tome da ukloni svaki mogući sukob svojih i klijentovih interesa. Smatra li, naime, komisionar na temelju odgovarajuće primjene čl. 765. st. 2. u vezi s čl. 768. ZOO da bi izvršenje naloga po dobivenim uputama bilo štetno za komitenta, dužan je na to skrenuti komitentu pozornost i tražiti nove upute. Ta opća obveza banke kao komisionara uključuje, naime, i obvezu banke, koja je izričito propisana čl. 53. st. 1. ZTK, da suzbije svaki mogući sukob svojih i klijentovih interesa. Obveza banke da suzbije sukob svojih i klijentovih interesa prisutna je stoga već u stadiju kad se banka priprema za obavljanje klijentovih naloga. Ta obveza ima pretežito preventivni karakter i banka je se treba pridržavati neovisno o tome traži li to klijent od nje. Spomenuti sukob interesa rezultat je međusobno suprotstavljenih interesa bilo klijenta i same banke, bilo klijenta i drugih klijenata banke. Do sukoba interesa doći će po prirodi stvari ako potražnja za upisom novih dionica ili drugih financijskih instrumenata premašuje raspoloživu emisiju, izdanje novih dionica ili drugih vrijednosnih papira ili ako institucionalni ulagatelji te drugi veliki bankovni klijenti općenito zahtijevaju da im banka pruži povlašteni položaj u odnosu prema svojoj drugoj klijenteli.²⁰⁴ Tek ako banka nije sposobna preventivno djelujući otkloniti sukob svojih i klijentovih interesa, dužna je prije nego što obavi nalog nedvojbeno priopćiti klijentu vrstu odnosno izvor sukoba interesa (čl. 53. st. 2. ZTK). Pravilo čl. 53. st. 1. razrađuje

²⁰³ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 205.

²⁰⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 207.

opće pravilo čl. 765. st. 2. ZOO, na koje upućuje čl. 786. ZOO, po kojem je komisionar dužan skrenuti komitentu pozornost na to da bi izvršenje naloga po dobivenim uputama bilo štetno za komitenta te u tom smislu tražiti od njega nove upute.

Banka ne treba odstupiti od redovitog tijeka obavljanja poslova kako bi suzbila sukob svojih i klijentovih interesa jer bi u tom slučaju mogla neopravdano povlastiti te klijente u odnosu prema drugim svojim klijentima.²⁰⁵ Banka treba stoga u načelu izvršiti usporedive naloge svojih klijenata što prije vodeći računa o tome kad je zaprimila te naloge, osim ako to onemogućuju prevladavajući uvjeti na tržištu ili drukčije postupanje nalažu interesi klijenta (čl. 82. st. 3. t. 3. ZTK).

Potencijalni sukob klijentovih i bančnih interesa već dugo zaokuplja pažnju pravne književnosti.²⁰⁶ Tu je ponajprije riječ o odnosu financijske komisije i emisijskog posla koji je pun interesnog trvenja, a u okviru kojega univerzalna banka treba, s jedne strane, kao financijski komisionar štiti interese svoga klijenta, komitenta, a, s druge strane, u okviru emisijskog posla interese društva izdatelja, emitenta.²⁰⁷

Neki od tih sukoba interesa sastavni su dio sustava univerzalnog bankarstva te su stoga tipični za taj sustav.²⁰⁸ Na temelju toga ne treba, međutim, zaključiti da se radi otklanjanja sukoba interesa, koji su karakteristični za univerzalni bankarski sustav, taj sustav treba nadomjestiti angloameričkim sustavom koji odvaja investicijsko od klasičnog bankarstva. O tome ne bi trebalo biti dvojbe.²⁰⁹ Ekonomska analiza i hrvatska iskustva potvrđuju dovoljno uvjerljivo primat sustava univerzalnog bankarstva.²¹⁰ Sustav univerzalnog bankarstva kadar je ravnomjerno koristiti se svojim resursima. Aktivnost univerzalnih banaka u različitim poslovnim područjima omogućuje raspršivanje rizika te shodno tome rezultira manjim rizikom gubitka. Univerzalna banka može jedinstveno kalkulirati svoje cijene za različita područja svoga poslovanje te se zadovoljiti cijenom koja pokriva njezine ukupne troškove. Nije, dakle, nužno da univerzalna banka pokrije svoje troškove u svakom svom području poslovanja. Univerzalna banka stječe stoga dobit, kontinuirano, sa stajališta svoga ukupnog poslovanja. Univerzalna banka kadra se bolje nositi s fluktuacijom dobiti u različitim poslovnim područjima. Riječ je o presudnom aspektu bankarstva jer je povjerenje u njezinu stabilnost najvažniji kapital svake banke.²¹¹

²⁰⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 208.

²⁰⁶ V. Hopt, op. cit. u bilj. 2, str. 478 i dalje.

²⁰⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 209.

²⁰⁸ V. Hopt, op. cit. u bilj. 2, FS Heinsius, str. 314.

²⁰⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 209.

²¹⁰ V. sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Hopt, op. cit. u bilj. 2, FS Heinsius, str. 319.

²¹¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 209.

Sustav univerzalnog bankarstva pruža, također, klijentima koji trguju vrijednosnim papirima te širokoj publici ulagatelja i mnogobrojne bitne prednosti u odnosu prema anglosaksonskom sustavu koji odvaja investicijsko i klasično bankarstvo.²¹² Utjecaj vlastite trgovine banke na tečaj vrijednosnih papira očita je pogodnost tog sustava sa stajališta klijenta budući da je on sa svojim nalogom za kupnju odnosno prodaju vrijednosnih papira druga ugovorna strana konkretnog posla koji se poduzima na tržištu kapitala. Pridonese li, primjerice, vlastita trgovina banke rastu tečaja pojedinih vrijednosnih papira, to je očito pogodno za klijenta koji je banci dao nalog te je zbog većeg tečaja skuplje prodao svoje vrijednosne papire.²¹³

Za funkcionirajuće tržište kapitala bitno je da ono ima potrebnu širinu i dubinu.²¹⁴ Dostatna tržišna likvidnost pridonosi izravnavanju često tek tržišnotehnički uvjetovanih tečajnih odudaranja. Otklanjanje takve neželjene volatilnosti nije u konačnici stvar samo klijentovih, ulagateljevih interesa, ona pridonosi boljoj "institucionalnoj" funkcionalnosti tržišta kapitala koja je daljnja faseta zaštite urednog funkcioniranja tržišta kapitala.²¹⁵ Vlastita trgovina banke za vlastiti račun neraskidivo je stoga povezana s interesima klijenata koji trguju vrijednosnim papirima. Uzme li se sve to u obzir, jasno je da neizbježno mora doći do sukoba interesa banke i interesa klijenta za potpunim i cjenovno najpovoljnijim izvršenjem njegovih naloga. Pravnopolitička zadaća prava tržišta kapitala svodi se stoga na to da se taj neizbježni sukob interesa banke i klijenta ne razgori, nego da ga se pusti tinjati jer je on u tom smislu svojstven svakom tržištu kapitala.

Daljnja opća obveza poslovnog ponašanja iz čl. 53. st. 2. ZTK zahtijeva stoga da se u što je moguće većoj mjeri suzbije neizbježan sukob interesa banke i klijenta. Ako se sukob interesa banke i klijenta ne može isključiti, banka je dužna pomučiti se da šteta koju klijent zbog toga trpi bude što je moguće manja. U tom smislu nije potrebno da banka otkloni izvršiti klijentov nalog. To potvrđuje i odredba čl. 7. st. 3. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta, NN 5/2009, prema kojem banka može iznimno alocirati transakciju za vlastiti račun proporcionalno, u skladu sa svojom politikom alokacije naloga, ako dokaže da bez kombinacije transakcije za vlastiti račun s prihvaćenim nalogom klijenta ne bi bilo moguće izvršiti prihvaćeni nalog klijenta po tako povoljnim uvjetima ili se uopće ne bi mogao izvršiti. Banka je dužna otkloniti izvršenje klijentova naloga samo ako je sukob njezinih i klijentovih interesa u toj mjeri neotklonjiv da se klijentov nalog uopće ne može izvršiti, a da se pritom barem u nekoj mjeri zaštite i klijentovi interesi.²¹⁶

²¹² V. поближе Hopt, op. cit. u bilj. 2, str. 198; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 210.

²¹³ V. поближе Hopt, op. cit. u bilj. 2, str. 484; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 210.

²¹⁴ V. Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 211.

²¹⁵ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104 Rbr. 211.

²¹⁶ Tako sa stajališta čl. 53. st. 2. ZTK poredbenog § 31. st. 1. t. 2. WPHG Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 211.

Smjernica 93/22 EZ o bankovnim uslugama glede vrijednosnih papira, koja je u cijelosti zamijenjena Smjernicom 2004/39 EZ, također polazi od toga da je sukob interesa svojstven trgovini vrijednosnih papira. Stvar je stoga u tome da se taj sukob što je moguće više ublaži. Čl. 11. Smjernice 93/22 EZ izričito propisuje, glede kataloga pravila poslovnog ponašanja, da se banka mora prema svom klijentu odnositi "u skladu sa zakonom i poštenjem" i onda kad je konkretno posrijedi neizbježan sukob njezinih i klijentovih interesa.

bb) Posebna pravila poslovnog ponašanja

Jedna od posebnih obveza poslovnog ponašanje tiče se tzv. *front runninga* (čl. 54. st. 1. u vezi s čl. 82. st. 4. ZTK).²¹⁷ Banka ne smije, naime, zlouporabiti informacije koje se tiču još neizvršenih naloga svojih klijenata te je dužna poduzeti sve razumne mjere da bi spriječila zlouporabe takvih informacija od relevantnih osoba banke. Ne smije alocirati transakcije na način koji bi štetio interesima klijenta ako pridružuje trgovanja za vlastiti račun jednom ili većem broju prihvaćenih naloga klijenta (tako čl. 7. st. 1. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta, NN 5/2009). Banka je dužna kao dio politike alokacije naloga ustrojiti postupke za sprječavanje relokacije transakcija za vlastiti račun koje su izvršene u kombinaciji s prihvaćenim nalogima klijenta na način koji je štetan za klijenta (tako čl. 7. st. 4. Pravilnika o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta, NN 5/2009).

Banka krši svoju obvezu da nalog za kupnju vrijednosnih papira izvrši u najboljem klijentovu interesu ako u razdoblju nakon što zaprimi, a prije nego što izvrši klijentov nalog, s ciljem da preduhitri izvršenje klijentova naloga (*front running*) kupi veću količinu vrijednosnih papira na koje se ti nalozi odnose – kojima će cijena očito rasti jer se to vidi već iz klijentova naloga – da bi ih potom skuplje proдалa svom klijentu i na tome nepovlasno zaradila.²¹⁸ Zabranjeni *front running* obuhvaća i slučajeve kad banka munjevito proda na tržištu svoje vrijednosne papire prije nego što izvrši veću količinu klijentovih naloga za prodaju vrijednosnih papira kojima će cijena po svemu sudeći padati i koji će se stoga prodati jeftinije od onoga što je banka utržila za svoje vrijednosne papire. To se posebice tiče vrijednosnih papira koji nemaju značajniju tržišnu prođu.²¹⁹ ZTK je time nedopušte-

²¹⁷ Tako sa stajališta spomenutim odredbama ZTKu tom dijelu poredbenih rješenja §§ 31. st. 1. br. 1. WpHG u vezi s § 31c st. 1. br. 5. WpHG Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 213.

²¹⁸ V. pobliže Hopt, op. cit. u bilj. 2, str. 198; Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1938; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 213.

²¹⁹ V. u tom smislu i za domaće pravo instruktivno stajalište koje se zauzima u *Beschlussempfehlungen und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages*, BT-Drucks 12/7918, str. 105.

nost *front runninga* formulirao kao posebno pravilo, obvezu poslovnog ponašanja (čl. 54. st. 1. u vezi s čl. 82. st. 4. ZTK).

Konkretan *front running* može ispuniti štoviše i obilježja zabranjene zlouporabe povlaštenih informacija (čl. 456. st. 1. TZK) dosegnu li klijentovi nalozi u pojedinom slučaju određeni volumen koji bi bitno utjecao na tečaj vrijednosnih papira kad bi se podijelio s investicijskom javnošću.²²⁰

cc) Churning, scalping, kick-back

Jednako tako nije dopušten ni tzv. *churning* kod kojega banka učestalo kupuje i prodaje vrijednosne papire svoga klijenta koje je on položio na investicijski konto ili mu, pak, savjetuje da ih obrtimice kupuje odnosno prodaje, iako to uopće nije u klijentovu interesu, a sve sa sračunatim isključivim ciljem da na tim transakcijama namakne zaradu tako što će klijentu zaračunavati posebne naknade, provizije i troškove za svaku takvu transakciju vrijednosnim papirima.²²¹ Riječ je, dakle, o "deranju" klijenta na provizijama za transakcije vrijednosnim papirima koje uopće nisu u njegovu interesu.

Nije, također, dopušten ni tzv. *scalping* kod kojeg se banka sama sračunato upušta u vlastite poslove točno određenim vrijednosnim papirima o kojima je netom prije toga savjetovala klijenta treba li ih kupiti odnosno prodati. Banka tada očito računa s tim da će ona, a ne njezin klijent "pobratiti vrhnje" glede tih transakcija. *Scalping*, kao i *churning*, teško narušava interese klijenta u smislu odredbe čl. 82. st. 4. ZTK.²²² Nije opravdano stajalište po kojem se problem *scalpinga* općenito treba rješavati nametanjem obveze banci da klijentu objasni kako su mu izgledi za zaradom smanjeni zbog toga što se i sama banka može upustiti u transakcije vrijednosnim papirima o kojima je savjetovala tog klijenta, a ne isključivo tako da se banci zabrani trgovati vrijednosnim papirima o kojima je savjetovala klijenta.²²³

Nisu dopuštene ni prikrivene, unutarnje provizije odnosno novčane ili nenovčane pogodnosti koje banka prima ili daje trećima vezano uz trgovinu vrijednosnim papirima (v. čl. 4. st. 1. Pravilnika HANFE o obvezama poslovnog ponaša-

²²⁰ Tako sa stajališta čl. 456. st. 1. ZTK poredbenog § 14. st. 1. t. 1. WPHG u Beschlussempfehlungen und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks 12/7918, str. 104. V. i Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 214.

²²¹ O *churningu* sa stajališta ugovora o privatnom upravljanju imovinom v. Miladin, P., op. cit. u bilj. 19, str. 132. O nedopuštenosti "deranja" klijenta takvim provizijama v. BGH od 13. srpnja 2004, WM 2004., str. 1768, 1769.

²²² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 35.

²²³ U tom smjeru v., međutim, Grundmann, u: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Band 2, 2. Izdanje, 2009., BankR VI, Wertpapierhandelsgesetz, § 31, Rbr. 227.

nja investicijskog društva prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga, NN 42/2013, koji govori o dodatnim poticajima, v. i čl. 26. Smjernice 2006/73 EZ).²²⁴ Ugovorne pogodbe tog tipa, za koje se uvriježio izraz *kick-back* klauzule, iznimno su problematične sa stajališta narušavanja klijentovih interesa.²²⁵ *Kick-back* obuhvaća i pogodbe kojima banka obećaje investicijskom savjetniku ili posredniku da će mu dati dio provizije ili troška vođenja klijentova depozita vrijednosnih papira poduzmu li oni transakcije vrijednosnim papirima koje su im povjerali na upravljanje, na brigu, njihovi klijenti. Banka potiče, "stimulira" takvim pogodbama investicijskog savjetnika ili mešetara da prilikom ulaganja imovine svojih klijenata ne djeluje isključivo u najboljem interesu svojih klijenata, već da, također, trguje i za svoj račun te da u tom smislu "tramakava" vrijednosne papire – i tu, dakle, dolazi do *churninga!* – kako bi zaradila na transakcijskim i drugim prikrivenim provizijama.

Banka grubo krši svoje obveze poslovnog ponašanja prema klijentu ako mu zataji spomenute pogodbe s trećima,²²⁶ ona, dakle, duguje klijentu svako potrebno razjašnjenje glede tih pogodbi.²²⁷ Banka je dužna upoznati svoga klijenta s tim klauzulama, dužna mu ih je otkriti.²²⁸ Ako su *kick-back* dogovori uredno objavljeni u investicijskom prospektu investicijskog savjetnika odnosno skrbnika, smatra se da je banka ispunila tu svoju obvezu.²²⁹ Banka postupa, primjerice, nemarno ako svom klijentu prešuti *kick-back* dogovor po kojem je dužna 8% ukupnog iznosa o kojem je konkretno bila riječ "tutnuti" nazad investicijskom savjetniku koji "tramakava" klijentove vrijednosne papire. BGH opravdano zaključuje da bi se klijent u takvom slučaju u najmanju ruku "ohladio" od ulaganja da mu je banka rekla za *kick-back* dogovor.²³⁰ I nadalje je, međutim, sporno tiče li se obveza banke da klijenta upozna s *kick-back* dogovorima profitnih marži same banke odnosno pogađa li ta obveza banku i u slučajevima kad nije riječ o trostranom odnosu (banka, treći, klijent) kao kod klasičnog *kick-back* dogovora. OLG Düsseldorf WM 2009, str. 1410, protivi se širenju obveza banke da otkrije klijentu konkretne podatke o *kick-back* dogovoru i na profitne marže banke, no LG Hamburg WM 2009, str. 1282, te LG Mamburg WM 2009, str. 1511, nameće banci obvezu da

²²⁴ Sa stajališta njemačkog prava v. § 31.d st. 1. WpHG. *De lege ferenda* to pitanje treba propisati ZTK-om, a ne Pravilnikom HANFE.

²²⁵ O tim klauzulama sa stajališta ugovora o privatnom upravljanju imovinom v. Miladin, P., op. cit. u bilj. 19, str. 132-133.

²²⁶ V. u tom smjeru Miladin, P., op. cit. u bilj. 19, str. 133.

²²⁷ Čl. 4. st. 1. t. 3.a) Pravilnika HANFE o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga u tom smislu neprecizno govori o obvezi banke da "obznani" klijentu okolnosti koje se tamo spominju.

²²⁸ V. BGH od 19. prosinca 2006., BKR 2007, str. 160; OLG Stuttgart od 6. listopada 2009., WM 2009, str. 2312.

²²⁹ Tako BGH WM 2009, str. 2306.

²³⁰ Tako OLG Stuttgart od 6. listopada 2009., WM 2009, str. 2312 i nadalje.

svom klijentu razjasni i svoju profitnu maržu glede transakcija vrijednosnim papirima koje je za njega poduzela, a ne samo strukturu klijentu vidljivih i njemu skrivenih provizija banke i trećih.²³¹ O toj trenutačno gorućoj raspravi treba voditi računa prilikom zauzimanja stava u hrvatskom pravu.

Ta obveza pogađa banku neovisno o tome je li riječ o financijskoj komisiji ili pak o poslovima s vrijednosnim papirima koji imaju fiksnu cijenu.²³² Banka je, naime, dužna uvažavati obveze poslovnog ponašanja koje propisuje ZTK uvijek kad trguje vrijednosnim papirima pa stoga u tom smislu nije bitno kako to ona konkretno čini. ZTK pooštrava uobičajene, normalne ugovorne obveze prodavatelja, tj. kupca, kad je riječ o fiksnim poslovima s vrijednosnim papirima. Samo je iznimno dopušteno banci ili trećemu "tutnuti" provizije ovoga tipa ako je banka jasno podastrla klijentu podatke o tim provizijama, ako one pospješuju kvalitetu usluge koju je banka poduzela za klijenta i ako ne narušavaju obvezu banke da djeluje u najboljem interesu svog klijenta (v. u tom smislu čl. 4. st. 1. Pravilnika HANFE o obvezama poslovnog ponašanja investicijskog društva prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga). Bitno je, dakle, da banka podastre klijentu prije nego što mu pruži investicijsku ili pomoćnu uslugu potpuno, prikladno i razumljivo podatke o tome daje li ili prima takve dodatne pogodnosti, kakve su vrste i kolike su, a ako se iznos tih dodatnih pogodnosti još ne može odrediti, vrstu i način njihova obračuna. Tako treba tumačiti nemuštu odredbu čl. 4. st. 1. t. 3. a. Pravilnika HANFE o obvezama poslovnog ponašanja investicijskog društva prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga.²³³

dd) Pravo klijenta zahtijevati od banke da mu na temelju čl. 768., 794. st. 2. ZOO dade kick-back provizije

Postavlja se pitanje može li klijent i, ako može, pod kojim pretpostavkama zahtijevati od banke da mu plati provizije koje je ona primila od trećih kako bi za klijenta trgovala vrijednosnim papirima. Banka je, naime, na temelju odredbe čl. 768. ZOO, na primjenu koje upućuje odredba čl. 768. ZOO, dužna bez odugovlačenja prenijeti klijentu sve što je primila na temelju obavljanja povjerenih poslova, bez obzira na to je li to što je primila za klijenta bilo njemu dugovano ili ne. Odgovarajuću obvezu banke propisuje i čl. 794. st. 2. ZOO. Klijentov zahtjev s naslova čl. 768., 794. st. 2. ZOO treba otkloniti uvijek kad su posrijedi dopušteni dodatni poticaji u smislu čl. 4. st. 1. Pravilnika HANFE o obvezama poslovnog ponaša-

²³¹ O tom otvorenom pitanju u njemačkom pravu v. Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 35a.

²³² Suprotno tome, Spindler, Aufklärungspflichten eines Finanzdienstleisters über ein Gewinnmargen? – Ein „Kick-Back“ zu viel?, WM 2009, str. 1821, smatra da banka nije dužna postupati u interesu klijenta ulagatelja poduzima li fiksne poslove vrijednosnim papirima.

²³³ S tog je stajališta i za naše pravo instruktivna odredba § 31.d st. 1. t. 2. WpHG.

nja investicijskog društva prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga. Ne samo da banka te dodatne poticaje treba posebno razjasniti svom klijentu, oni, naime, trebaju poboljšati kvalitetu usluge koju banka pruža klijentu te ne smiju kršiti klijentove interese. Dodatni poticaji ne pripadaju stoga klijentu ako poboljšavaju uslugu koju banka pruža klijentu; oni su tada pašalna provizija koju banka prima od trećih ili koju banka daje trećima. Nema nikakve potreba da klijent posegne za primjenom čl. 768., 794. st. 2. ZOO koje bi u tom smislu trebale braniti klijentove interese ako ti dodatni poticaji uopće ne štete klijentovim interesima. Banka je tada u određenim slučajevima dužna dokazati da dodatni poticaji ne krše klijentove interese za urednim obavljanjem investicijskih djelatnosti. Problematici su stoga slučajevi u kojima nije jasno jesu li konkretno ispunjene stroge pretpostavke čl. 4. Pravilnika HANFE o obvezama poslovnog ponašanja investicijskog društva prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga.

Ako su, pak, posrijedi nedopušteni poticaji, klijent može na temelju čl. 768., 794. st. 2. ZOO-a – ili naknadu štete zbog povrede ugovora o investicijskom savjetovanju ili privatnom upravljanju imovinom - zahtijevati od banke da mu dade dodatne poticaje, ako su posrijedi nedopušteni poticaji. Mogao bi zahtijevati i naknadu štete zbog povrede ugovora o investicijskom savjetovanju ili privatnom upravljanju imovinom. Odgovornost banke predmnijeva se na temelju čl. 346. st. 1. ZOO-a, a u okviru (kvazi) ugovorne odgovornost banke. Klijent se ima pravo s povjerenjem pouzdati u to da mu je banka dužna razjasniti karakter dodatnih poticaja. Banka je stoga dužna dokazati da bi klijent poduzeo konkretno ulaganje i da mu je banka uredno razjasnila karakter *kick-back* provizija.²³⁴ Posebice su na temelju čl. 296. ZOO-a ništave klauzule dogovorene putem općih uvjeta poslovanja kojima banka u tom dijelu “modificira” svoje obveze da postupa u klijentovom najboljem interesu. Takve klauzule općih uvjeta poslovanja ništave su u svakom slučaju.²³⁵

b) Obveze informiranja

Odredba čl. 56. ZTK uređuje obvezu banke da informira klijenta o trgovini vrijednosnim papirima u koju se ona kani upustiti. Riječ je o predugovornim obvezama banke s naslova čl. 251. ZOO-a, kojima je banka vezana neovisno o čl. 56.

²³⁴ Tako BGH WM 2009, str. 1274; LG Hamburg WM 2009, str. 1282; LG Hamburg WM 2009, str. 1511. Suprotno tome, međutim, LG Stuttgart WM 2009., str. 1697, koji smatra da prilikom urednog razjašnjenja banke ne bi trebalo poći samo od jedne razumne varijante klijentova ulaganja. V. u tom pravcu i OLG Hamburg WM 2009., str. 2036, koji je, *nota bene*, u konkretnom slučaju zauzeo stajalište da povreda obveza razjašnjavanja karaktera *kick-back* provizija ne bi bila u uzročnoj vezi s klijentovom odlukom da ulaže u vrijednosne papire.

²³⁵ Suprotno tome Mülbart, Behaltensklauseln für Betriebsvergütungen in der institutsinternen Vermögensverwaltung, WM 2009., str. 488 i nadalje.

ZTK.²³⁶ Banka je, dakle, općenito dužna pravodobno i u razumljivom obliku pružiti klijentu informacije koje su prikladne kako bi on donio odluku o tome hoće li investirati u vrijednosne papire. Te informacije trebaju se odnositi na vrste financijskih instrumenata koje klijent kani kupovati odnosno prodavati te na rizike koji su vezani uz ulaganja u takve vrijednosne papire. Informacije se, dakle, ne odnose na konkretne financijske instrumente. Banka daje klijentu te informacije u standardiziranom obliku. Ta obveza pogađa banku neovisno o tome je li konkretnog klijenta razvrstala kao privatnog ili institucionalnog ulagatelja. Posrijedi su stoga samo one informacije koje su prikladne za to da klijent svojom razumnom prosudbom razumije kakvom vrstom financijskih instrumenata kani trgovati i koji su s tim povezani rizici te da shodno tome donese odluku hoće li ulagati, trgovati (v. čl. 9. st. 2. Pravilnika o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga).²³⁷ Spomenuta formulacija postavljena je dovoljno široko tako da opseg informacija u svakom pojedinom slučaju ovisi o tome kako je banka razvrstala pojedinog klijenta i u kojoj se mjeri upoznala s njegovim ulagateljskim profilom.²³⁸ Sve informacije, uključujući i promidžbu, moraju biti poštene, jasni te ne smiju dovoditi klijenta u zabludu (čl. 5. st. 1. Pravilnika o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga). Odredba čl. 68. ZTK nameće banci dodatne pretpostavke trguje li se vrijednosnim papirima u okviru investicijskog savjetovanja ili privatnog upravljanja portfeljem, imovinom.

c) Obveze izvještavanja i evidentiranja, pohranjivanja

ZTK propisuje odredenc obveze izvještavanja i evidentiranja da bi se HANFI, kao nadležnom regulatoru, omogućila kontrola primjene pravila poslovnog ponašanja. Osim čl. 113. ZTK i Pravilnika o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama (NN 5/2009) koji je HANFA donijela na temelju čl. 113. st. 10. ZTK pa stoga u tom dijelu treba uputiti i na izravnu primjenu Uredbe Komisije EZ-a broj 1287/2006 kojom se provodi Smjernica 2004/39 EZ u svezi s obvezom vođenja evidencija investicijskih društava, izvještavanja o transakcijama, transparentošću tržišta, uvrštavanjem financijskih instrumenata u trgovanje i pojmovima uređenim u smislu spomenute Smjernice.²³⁹

²³⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava, § 31. st. 3. WpHG i §§ 280. BGB, Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8 Rbr. 37.

²³⁷ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 31. st. 3. reč. 1. WpHG-a.

²³⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8 Rbr. 37.

²³⁹ V. čl. 2. st. 2. t. 3. ZTK koji upućuje na to da ZTK detaljnije provodi Uredbu 1287/2006 EZ. V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 34 st. 1. WpHG u vezi s čl. 7. i 8. Uredbe 1287/2006 EZ.

Banke su stoga obvezne detaljnije nego što je to trenutačno praksa dokumentirati izvršene naloge, neovisno o tome jesu li oni izvršeni na uređenom tržištu ili izvan njega. Banka bi shodno tome trebala sastaviti izvještaj o tome: kakav je točan nalog primila i od kojeg ga je klijenta primila, kakve joj je upute dao klijent glede tog naloga, kako je izvršila klijentov nalog te koji je zaposlenik banke zaprimio klijentov nalog.²⁴⁰ Obveza banke da dokumentira izvršene naloge te da o tome izvjesti HANFU obuhvaća na temelju čl. 7. i 8. Uredbe 1287/2006 EZ i obvezu banke da točno evidentira vrijeme kad je zaprimila i izvršila nalog. Poslove treba, dakle, točno datirati neovisno o tome što su oni eventualno tek naknadno proknjiženi u poslovnim knjigama banke. *De lege ferenda* treba stoga u tom dijelu precizirati Prilog I. tablicu 1. Pravilnika o obvezama izvještavanja o izvršenim transakcijama (NN 5/2009) koji je HANFA donijela na temelju čl. 113. st. 10. ZTK.

Obveza banke da se sastavi izvještaj o obavljenom nalogu te da o tome izvjesti HANFU usmjerena je na dokumentaciju koja se odnosi na sklapanje posla. Banke nisu stoga dužne u svojim izvještajima HANFI dokumentirati i svoje interne organizacijske korake koje poduzimaju pripremajući se za samo sklapanje posla.²⁴¹ Banke sastavljaju stoga spomenute izvještaje da bi HANFA mogla kontrolirati izvršavanje naloga.

Banka je dužna svu tu prikupljenu dokumentaciju koja se tiče svih transakcija financijskim instrumentima, koje je izvršila za svoj ili klijentov račun, čuvati najmanje pet godina nakon proteka poslovne godine na koju se podaci odnose (čl. 112. st. 1. ZTK).

Spomenute obveze izvještavanja i evidentiranja protežu se, također, na poslove koje banka komisijski obavlja na burzi radi izvršenja komisijskih naloga svojih klijenata. Ti poslovi podliježu dodatnoj obvezi objave podataka o trgovanju (v. čl. 114., čl. 135. i čl. 336. ZTK, v. i Pravilnik o obvezama objave podataka o trgovanju, NN 5/2009). Podatke o trgovanju, odnosno o volumenu i cijeni predmetne transakcije te o tome kad je ta transakcija izvršena obvezni su objaviti burza, banka i operator multilateralne trgovinske platforme. Objava podataka o trgovanju omogućuje HANFI da prikupi potrebne informacije kako bi što uspješnije progonila počinitelje zlouporaba povlaštenim informacijama.²⁴²

De lege ferenda klijentu treba priznati pravo da u slučaju investicijskog savjetovanja zahtijeva od banke predaju određenog protokola u kojem je banka dužna

²⁴⁰ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 34 st. 1. WpHG u vezi s čl. 7. i 8. Durchführungsverordnung 1287/2006.

²⁴¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava *Beschlussempfehlungen und Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages*, BT-Drucks 12/7918, str. 106. V. i Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 216.

²⁴² Tako sa stajališta spomenutim odredbama ZTK i odgovarajućeg Pravilnika poredbenog § 9 WpHG Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 218.

i na privatnopravnoj razini u odnosu prema tom svom klijentu uvažavati svoje obveze izvještavanja, evidentiranja i pohranjivanja.²⁴³ Ta odredba bitno bi olakšala klijentima dokazivanje štete koja im je nastala jer je banka povrijedila svoje obveze. Alternativa tome je da se teret dokaza prebaci s klijenta kao tužitelja na banku kao tuženika.²⁴⁴ Uporište za to stajalište može se naći u tome da su te obveze banke ujedno i zakonske obveze poslovnog ponašanja iz čl. 54. ZTK te da je stoga teret dokaza prebačen s banke na klijenta. Pitanje je može li se to, međutim, konstruirati na temelju pravila po kojem je svatko dužan sam voditi računa o tome jesu li ispunjene pretpostavke glede zakonskih odredbi koje su za njega povoljne, pa bi banka shodno tome tada snosila teret dokaza jer je riječ o ispunjavanju uzgrednih obveza banke koje se tiču obavljanja njezinih investicijskih poslovnih djelatnosti, u okviru čega se uspostavlja i ugovorni odnos banke i klijenta.²⁴⁵

d) Organizacijske obveze banke

Banka je dužna poduzeti sve primjerene mjere koje su potrebne da bi se osiguralo neprekidno i redovito obavljanje investicijskih djelatnosti (čl. 39. st. 1. ZTK). Za postizanje te svrhe banka je dužna osigurati nužna sredstva te se koristiti učinkovitim postupcima (v. čl. 39. st. 2. ZTK). Time se hrvatsko pravo uskladilo sa zahtjevima čl. 13. st. 4. Smjernice 2004/39 EZ-a. Uzme li se u obzir mnoštvo financijskih inovacija, to zapravo znači da svaka banka mora biti personalno i materijalno sposobna smjesta djelovati na međunarodnim tržištima vrijednosnih papira i terminskih poslova kad se klijentima nude takvi instrumenti. Organizacijski zahtjevi ne trebaju, pak, biti u toj mjeri strogi nudi li banka klijentima poslove s vrijednosnim papirima koji ne iziskuju taj stupanj savjetovanja kao kod financijskih inovacija jer je riječ o manje kompleksnim poslovima s financijskim instrumentima poput kupoprodaje državnih ili municipalnih obveznica.²⁴⁶

Organizacijska pravila pospješuju, također, i zaštitu klijentovih interesa. Banka je dužna provoditi učinkovite organizacijske i administrativne mjere i postupke s ciljem poduzimanja razumnih koraka radi sprječavanja sukoba svojih i klijentovih interesa (čl. 38. ZTK). S interesima banke izjednačeni su u tom smislu interesi osoba koje su povezane s bankom sukladno ZTD-u. Jednako tako banka je dužna suzbiti moguće sukobe interesa među svojom klijentelom. Time se hrvatsko pravo uskladilo sa zahtjevima čl. 13. st. 3. Smjernice 2004/39 EZ. Pravila poslovnog ponašanja obuhvaćaju i postupke dogradnje postojećih sustava organizacije i postup-

²⁴³ V. u tom smislu i sa stajališta ZTKinstruktivnu odredbu § 34 st. 2b u vezi sa st. 2a WpHG.

²⁴⁴ To manjinsko stajalište zastupala je u Njemačkoj prije spomenutim promjena WpHG Einsele, op. cit. u bilj. 2, § 8, Rbr. 39a.

²⁴⁵ Izričito protiv tog stajališta BGH NJW 1999, str. 641.

²⁴⁶ Tako Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 219.

ke rasformiranja postojećih sustava organizacije banke. Organizacijska struktura bančinog poduzeća kao i tijek radnih procesa unutar banke trebaju se postaviti tako da se sukobi interesa svedu na najmanju moguću mjeru.

Odredbe čl. 37. ZTK i Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga (NN 5/2009) propisuju mjere i postupke kako bi se osiguralo da banka i njezini zaposlenici postupaju u skladu sa zakonom odnosno mjerodavnim podzakonskim propisima. S tim ciljem banka je dužna organizirati svoje poduzeće tako da ustroji trajnu, učinkovitu i neovisnu *compliance* – funkciju odnosno praćenje usklađenosti banke s relevantnim propisima (v. u tom smislu čl. 39. st. 1. ZTK; čl. 5. st. 3. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga). Banka prilikom poduzimanja konkretnih mjera i koraka mora uzeti u obzir vrstu, opseg, složenost i rizičnost svojih poslova te vrstu i spektar investicijskih usluga koje nudi svojoj klijenteli (v. u tom smislu čl. 39. st. 2. ZTK, čl. 5. st. 1. t. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga).²⁴⁷

Današnja *compliance* – funkcija propisana je izričito čl. 5. st. 3. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga te je rezultat usklađivanja hrvatskog prava sa zahtjevima čl. 6. st. 1. i st. 2. Smjernice 2006/73 EZ o provedbi Smjernice 2004/39 EZ koja se odnosi na organizacijske zahtjeve i poslovanja investicijskih društava te definiranje pojmova u vezi s tom smjernicom. *Compliance* – funkcija razvila se iz prvotne obveze banaka da ustroji, provodi i redovito održavaju primjeren sustav internih kontrola. Ta obveza banaka izričito je propisana čl. 36. t. 2. ZTK i danas je mahom prerasla u *compliance* – funkciju banaka. Čl. 5. st. 1. t. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga pobliže uređuje *compliance* – funkciju kao kontrolni postupak.²⁴⁸

²⁴⁷ U tom smislu instruktivna je i sa stajališta tumačenja čl. 37. ZTK sadržajna odredba § 33. st. 1. reč. 2. t. 1. njemačkog WpHG koja propisuje: "Banka mora utvrditi prikladna načela, osigurati sredstva te uspostaviti postupak kako bi bila kadra osigurati da ona i njezini zaposlenici postupaju u skladu s ovim Zakonom pri čemu se posebice ističe obveza banke ustrojiti trajnu i učinkovitu *compliance* – funkciju koja je u stanju neovisno obavljati svoje zadaće."

²⁴⁸ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu odredbu § 12 njemačke Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDVerOV) te BaFinov Rundschreiben 4/2010 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 WpHG. Spomenuta BaFinova okružnica precizira pojedina rješenja 6. odjeljka WpHG te spomenutu uredbu koja je donesena na temelju § 31 WpHG. Okružnica postavlja pritom okvir po kojem bi se trebalo ustrojiti poduzeće nositelj kojega potpada pod udar 6. odjeljka WpHG te Uredbe jer organizirano, trajno posluje

8.2. UNUTARBANKOVNA COMPLIANCE – ORGANIZACIJA ZA TRGOVINU VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Domaće bankarstvo krenulo je prije desetak godina s *compliance* – organizacijom koja je u Europi započela sredinom 1990-ih pod utjecajem anglosaksonskih iskustava.²⁴⁹ *Compliance* kao izraz engleskog bankarskog jezika znači postupati u skladu s važećim pravom i drugim pravilima te shodno tome provoditi odgovarajuće organizacijske mjere i postupke. Potreba za *compliance* – organizacijom posebice je izražena kod hrvatskih banaka jer se one kao univerzalne banke neizbježno sukobljavaju s interesima svojih klijenata te na razne načine mogu doći u doticaj s povlaštenim informacijama.

Poslovi s vrijednosnim papirima nalaze se danas u središtu *compliance* – organizacije. Težište *compliance* – organizacije na poslovnom je odnosu banke i klijenta koji trguje vrijednosnim papirima. Ponajprije je stoga riječ o praćenju ispunjava li banka svoje obveze koje se tiču izvršavanja klijentovih naloga u trgovini vrijednosnim papirima; izvršava li, dakle, banka te klijentove naloge u njegovu najboljem interesu. *Compliance* – organizacija dotiče se, međutim, i drugih područja koja uređuje ZTK. Posrijedi je posebice uređenje zlouporabe povlaštenih informacija koje ne samo da pod prijetnjom kaznene sankcije zabranjuje nepovlasno korištenje povlaštenim informacijama nego i njihovo neovlašteno prosljeđivanje. Prilikom nadzora pridržava li se banka zabrane zlouporabe povlaštenih informacija *compliance* – organizacija ne služi samo kao ključan zaštitni osigurač u uređenju baratanja povlaštenim informacijama, već se njome i s tog stajališta jamči funkcionalnost tržišta kapitala.²⁵⁰

Compliance ne štiti, međutim, samo široku ulagateljsku publiku. Drži li se banka strogo odredbi prava tržišta kapitala, ona će ujedno otkloniti od sebe zahtjeve za naknadu štete te će, također, često smanjiti rizik narušavanja reputacije vlastite kuće zbog ponašanja svojih zaposlenika koji štete njezinu poslovnom ugledu.²⁵¹ *Compliance* štiti, također, zaposlenike banke od rizika koji su povezani s njihovom osobnom građanskopravnom i kaznenopravnom odgovornošću.²⁵² Ako zaposlenici odnosno suradnici banke nisu, naime, postupali s namjerom, oni

s vrijednosnim papirima. Ta okružnica daje smjernice, pomaže u orijentaciji posebice manjim poduzećima. Okružnica na mnogim mjestima egzemplarno navodi moguće mjere koje su prikladne da bi se pojedini obveznik uskladio sa zahtjevima 6. odjeljka WpHG te Uredbe koja je donesena na temelju § 31 WpHG.

²⁴⁹ Za Njemačku v. Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 223.

²⁵⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 224.

²⁵¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 225.

²⁵² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 225.

se mogu pozvati na *compliance* – organizaciju i na odgovarajuće vodilje po kojima je banka s njima kao suradnicima poslovala, i to u smislu ekskulpacijskih razloga odnosno razloga koji opravdavaju njihove konkretne postupke za koje ih se možda tereti.²⁵³ *Compliance* štiti posebice stoga suradnike i zaposlenike banke koji se bave *compliance* – relevantnim zadaćama i koji su na temelju svoje posebne odgovornosti izloženi strožoj civilnopravnoj i kaznenopravnoj odgovornosti. Učinkovita *compliance* – organizacija olakšava banci i njezinim zaposlenicima te suradnicima obranu od neosnovanih prigovora i optužbi koje im gotovo svakodnevno upućuju bilo klijenti bilo javnost.²⁵⁴

a) **Zadaće *compliance* – organizacije**

Banka je dužna, uzimajući u obzir vrstu, opseg i složenost poslovanja društva kao i vrstu i opseg investicijskih usluga i aktivnosti koje pruža i obavlja propisivati, primjenjivati i redovito ažurirati odgovarajuće politike i postupke da bi što prije otkrile rizik neusklađenosti poslovanja banke s važećim propisima kao i drugih s tim povredama propisa povezanih rizika (v. u tom smislu čl. 5. st. 1. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga). Obveza banke uskladiti svoje djelovanje s važećim propisima nije ograničena samo na ZTK, ona se tiče svih područja u kojima je prisutan rizik sukoba interesa ili drugih zlouporaba povezanih s tržištem kapitala. U svim tim slučajevima treba uspostaviti odgovarajuću kontrolu putem *compliance* – organizacije te u najvećoj mogućoj mjeri suzbiti sukobe interesa i druge zlouporabe povezane s tržištem kapitala. Banke trebaju s tom svrhu provoditi prikladne mjere i postupke kako bi spomenute rizike i opasnosti svele na najmanju moguću mjeru te kako bi HANFI omogućile učinkovitu provedbu njezinih kontrolnih zadaća. *Compliance* – organizacija dužna je pratiti i nadzirati te redovito ocjenjivati prikladnost i učinkovitost načela i politika banke te mjera i postupaka kojima ona nastoji otkloniti neusklađenosti s važećim propisima koji štite tržište kapitala (v. u tom smislu čl. 5. st. 2. t. 1. i t. 2. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga). Ona je, također, dužna podupirati i savjetovati upravu, zaposlenike banke te druge suradnike banke koji su odgovorni za obavljanje investicijskih djelatnosti o tome kako treba primjenjivati važeće propise (v. u tom smislu čl. 5. st. 2. t. 3. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga).

²⁵³ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 225.

²⁵⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 225.

Compliance ima i mnogobrojne popratne zadaće koje znatno rasterećuju svakodnevnicu banaka. Podupire rad mnogobrojnih poslovnih područja banke poput trgovine vrijednosnim papirima, emisijskih poslova i investicijskog savjetovanja. *Compliance* savjetuje te poslovne sektore banaka i njihove zaposlenike o brojnim spornim pitanjima. Banke imaju nasušnu potrebu za takvim uslugama, posebice glede sukoba interesa koji najčešće nisu apstraktni već ih je moguće prevladati samo ako se uzmu u obzir okolnosti svakog pojedinog slučaja. *Compliance* može, dakle, razriješiti mnogobrojne dvojbe koje tište zaposlenike banke te ih tako osposobiti da "mirne duše" ulaze u zahtjevne poslovne operacije. Ti dragocjeni savjeti *compliance* – organizacije bitni su i glede upravljanja unutarbankovnim kolanjem informacija te općenito glede strukturiranja bankovih transakcija.²⁵⁵

b) Praćenje uvažava li banka svoje komisijskopravne obveze

Compliance težište stavlja na poslovno ponašanje banke koja je prilikom izvršavanja klijentovih naloga dužna u najvećoj mogućoj mjeri štiti interese svoga klijenta neovisno o tom što su njezini i klijentovi interesi međusobno suprotstavljeni. Komisijskopravna obveza banke da se u svemu brine o interesima komitenta i njima se rukovodi prilikom izvršavanja klijentova naloga (v. čl. 765. st. 1. ZOO na koji upućuje čl. 786. ZOO) zahtijeva da banka dade prednost klijentovim interesima naspram svojih interesa i interesa svojih zaposlenika i suradnika.²⁵⁶ Posebice su s tog stajališta problematični vlastiti poslovi banke koje ona obavlja otprilike kad izvršava i naloge svojih klijenata. Vlastiti poslovi banke mogu, naime, srušiti odnosno dignuti tečaj vrijednosnih papira na štetu bančinih klijenata. Oni, s druge strane, mogu biti i korisni sa stajališta klijenta koji stoji na suprotnoj tržišnoj strani. Vlastita trgovina banke može, naime, rezultirati povoljnijim tečajem sa stajališta klijenta. Uredno i neometano funkcioniranje tržišta kapitala ovisi i o vlastitim poslovima banke. Odnos između trgovine vrijednosnim papirima i emisijskog posla pun je interesnog trvenja tako da nužno dolazi do sukoba interesa zastupa li univerzalna banka istodobno kao komisionar interese svoga klijenta te emitentove, izdavateljeve interese u okviru emisijskog posla.

aa) Banka je dužna osigurati prostor povjerljivosti (chinese walls)

Banka je obvezna ustrojiti svoje poduzeće tako da osigura diskrecijsku liniju koja se ne smije prijeći ni unutar same banke odnosno određeni prostor povjer-

²⁵⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 226.

²⁵⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Canaris, op. cit. u bilj. 2, Rbr. 1888; Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 227.

ljivosti kako bi i time pridonijela da se u najvećoj mogućoj mjeri suzbije sukob interesa te nedopušteno korištenje informacijama koje su tržišno osjetljive. Dode li određena ustrojbeno jedinica banke, poput direkcije, sektora ili *ad hoc* organizacijske jedinice banke koja je zadužena za određeni proizvod odnosno projekt, u doticaj s nekom tržišno osjetljivom informacijom, ta informacija u načelu ne smije napustiti unutarbankovno područje povjerljivosti te organizacijske jedinice banke. Svaka trajna ili *ad hoc* organizacijska jedinica banke dužna je na vlastitu odgovornost i u dogovoru s nadležnim *compliance* – zaposlenikom izgraditi unutarbankovni prostor povjerljivosti da bi se takve informacije čuvale tajnima, povjerljivima.²⁵⁷

Unutarbankovno kolanje tržišno osjetljivih informacija nastoji se tim “zaštitnim zidovima” ograditi, strogo kontrolirano usmjeriti tako da te informacije ne cure iz organizacijskih jedinica banke koje s njima dolaze u doticaj kako banka i njezini zaposlenici ne bi mogli time namicati koristi nauštrb svojih klijenata.

Namaknu li se na temelju tih informacija nepovlasno određene koristi, to može imati sasvim ozbiljne pravne posljedice za banku, a ovisno o okolnostima pojedinog slučaja i za zaposlenika banke koji nije baratao tržišno osjetljivim informacijama u skladu sa zakonom. Banka snosi, naime, punu odgovornost za naknadu štete svom klijentu i za običnu nepažnju svojih zaposlenika jer su oni u tom smislu pomoćnici u ispunjenju njezinih komisijskopравnih činidbi prema klijentu. I sami zaposlenici banke mogu se izložiti kaznenopravnoj odgovornosti zbog zlouporabe povjerenja (čl. 249. KZ) ako su pritom postupali s namjerom.

Ogradi li banka svoje organizacijske jedinice tim zidovima povjerljivosti, ona je kadra i nadalje bez ikakvih ograničenja uredno poslovati u svom punom opsegu. Ako je banka prikladnim organizacijskim mjerama osigurala da njezini zaposlenici koji su zaduženi za njezine vlastite poslove nemaju saznanja o tome kakve je preporuke za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira na koje se odnose ti vlastiti poslovi banke dao drugi odjel banke, ona ne treba zastati s obavljanjem svojih vlastitih poslova zato što je zasebna organizacijska jedinica banke dala klijentu preporuku za kupnju ili prodaju tih istih vrijednosnih papira koji su predmet vlastitih poslova banke.²⁵⁸

Banka može u interesu tržišne likvidnosti obavljati vlastite poslove i prije nego što izvrši naloge svojih klijenata iako izvršenje vlastitih poslova banke može značajno utjecati na tečaj vrijednosnih papira na koje se odnose klijentovi nalozi te su oni stoga često problematični sa stajališta temeljnih komisijskopравnih obveza banke prema klijentu. Banka je, također, i u tom slučaju dužna poduzeti prikladne organizacijske mjere kako bi osigurala da njezini zaposlenici koji su

²⁵⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 228.

²⁵⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 229.

zaduženi za vlastite poslove banke ne znaju u času sklapanja tih poslova za naloge koje je banka primila od klijenata.

Potreban stupanj povjerljivosti kadar je osigurati već i sam sustav prosljeđivanja klijentovih naloga, kao što je to slučaj proslijedi li banka voditelju skontracije klijentove naloge elektronički, pomoću OMX, Xetra ili Xontro sustava, čim ih zaprime njezine za to nadležne službe.²⁵⁹ Tada nije potrebno izgraditi nikakav poseban *chinese walls*.

bb) Liste promatranja (watch-list)

Funkcionalnost *chinese walls* između različitih *compliance* – relevantnih područja zahtijeva neprekidnu kontrolu. Banku ne oslobađa svake odgovornosti puka činjenica što je izgradila takve obrambene bedeme kako bi spriječila neželjena curenja informacija. Ta joj činjenica samo olakšava dokazivanje, no konkretan dokaz treba i nadalje ocjenjivati ovisno o svakom pojedinom slučaju.²⁶⁰ Nužna praktična potreba *chinese walls* nije sporna, no njegovo pravno značenje nije još uvijek jasno određeno.²⁶¹ *Chinese walls* treba stoga tumačiti sa stajališta šireg, razrađenijeg instituta *compliance* – sustava.²⁶²

Sredstvo te kontrole su tzv. *watch-list*, liste koje je banka dužna izraditi na temelju promatranja kako funkcionira *chinese walls*. *Watch-list* je unutarbankovni sastavak o povjerljivim tržišno osjetljivim informacijama koje se tiču određenih vrijednosnih papira, a koji sadržava ujedno i stajalište zaposlenika koji radi u konkretnom poslovnom području koje barata tim tržišno osjetljivim informacijama.²⁶³ *Watch-list* je strogo povjerljiva te joj može pristupiti samo nadležni *compliance* – zaposlenik.

Na *watch-list* stavljaju se oni vrijednosni papiri o kojima banka ima *compliance*-relevantne informacije.²⁶⁴ Među te informacije spadaju posebice povlaštene činjenice i vrijednosni sudovi u smislu ZTK. Riječ je primjerice o: radnjama kojima se pojedino društvo kani financirati bilo povećanjem temeljnog kapitala bilo tako da se zaduži, smanjenju temeljnog kapitala, sklapanju ugovora o vođenju poslova društva, drugog poduzetničkog ugovora ili ugovora o vođenju poduzeća

²⁵⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 231.

²⁶⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 232.

²⁶¹ V. Assmann, Die AG 94, str. 237, 256; Hopt, Festschrift für Heinsius, 1991, str. 289, 320.

²⁶² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 232.

²⁶³ V. поближе Einsele, Insaderecht und Compliance, WM 93, str. 1021, 1024.

²⁶⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 234.

(*management* ugovora), ponudi za preuzimanje ili ponudi za isplatu otpremnine vanjskim dioničarima društva, spajanju, pripajanju, ponudi za nazadkupnjom ili prijevremenim iskupom obveznica.²⁶⁵ Na *watch-list* treba, također, staviti i takve tržišno osjetljive informacije kod kojih je dvojbeno jesu li one zaista povlaštene informacije u smislu ZTK. Pritom je, primjerice, riječ o rezultatima raznih istraživanja koji opovrgavaju dotadašnje procjene vrijednosnih papira ili su pak kadri dovesti do toga da *rating*-agencije preispitaju važeći rejting koji je dodijeljen izdavatelju vrijednosnih papira.²⁶⁶

Watch-list omogućuje kontrolu posluje li se vrijednosnim papirima koji su na toj listi na način koji pobuđuje sumnju u nedopušteno korištenje još uvijek neobjavljenim informacijama.²⁶⁷ Potvrđi li se, pak, takva sumnja nadležni *compliance* službenik banke dužan je zabraniti poduzimanje tog posla odnosno zaustaviti njegovu daljnju provedbu.²⁶⁸

cc) Stop – lista vrijednosnih papira (restricted-list, Sperr-list)

Vlastiti poslovi banke i njenih zaposlenika odnosno suradnika s vrijednosnim papirima koji su stavljeni na *watch – list* i nadalje su u načelu dopušteni te ih se može zabraniti samo u pojedinim slučajevima. Oni su, dakle, u načelu dopušteni, ali uz pridržaj da ih se naknadno ne zabrani. Ti isti poslovi u načelu su zabranjeni trguje li se pritom vrijednosnim papirima koji su stavljeni na tzv. *stop – listu*.²⁶⁹

Vrijednosni papiri unose se na *stop-listu* ako su *compliance*-relevantne informacije koje se tiču tih vrijednosnih papira kadre smjesta, čim se objave, bitno utjecati na tečaj tih vrijednosnih papira.²⁷⁰ Na *stop-listu* unose se i vrijednosni papiri trgovina kojih je zabranjena ili ograničena zbog razloga koji se tiču samog izdavatelja ili pak općenito tržišta. Vlastiti poslovi banke i njezinih zaposlenika odnosno suradnika s vrijednosnim papirima koji su na *stop-listi* u načelu su zabranjeni ili u najmanju ruku širokoograničeni. Banka se glede tih vrijednosnih papira

²⁶⁵ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 234.

²⁶⁶ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 234.

²⁶⁷ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 234.

²⁶⁸ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 234.

²⁶⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 235.

²⁷⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 235.

dužna suzdržati od aktivnih savjeta ili preporuka u okviru svog investicijskog savjetovanja.²⁷¹ Banci je, međutim, i nadalje dopušteno kupovati i prodavati vrijednosne papire na inicijativu klijenta, djelovati kao *market-maker* te poduzimati radnje u okviru privatnog upravljanja imovinom.²⁷²

dd) Poslovi vrijednosnim papirima koje sklapaju zaposlenici i suradnici banke

Odredba čl. 54. st. 2. ZTK izričito propisuje tko se u tom smislu smatra zaposlenikom odnosno suradnikom banke. To su članovi uprave i nadzornog odbora ili upravnog odbora banke, brokeri, investicijski savjetnici, ostali zaposlenici banke te njezini vezani zastupnici. Tim osobama treba pridodati upućene osobe o kojima govori čl. 463. ZTK. Osim što sama banka ne smije zlorabiti informacije koje se tiču još neizvršenih naloga klijenta (v. čl. 38. ZTK), ona je dužna poduzeti sve razumne korake da bi spriječila zlouporabe takvih informacija i od relevantnih osoba banke (čl. 82. st. 4. ZTK). Posebice je dužna poduzeti sve odgovarajuće mjere kako bi se izbjeglo da se poslovi vezanog zastupnika izvan područja primjene ZTK negativno odraze na poslove koje vezani zastupnik poduzima u ime banke, a za račun klijenta banke (čl. 98. alineja 3. ZTK).

Banka je stoga dužna osigurati sredstva i uspostaviti prikladne postupke kako bi spriječila da njezini zaposlenici i suradnici koji silom svog posla dolaze u sukob s interesima njezinih klijenata ili koji silom svog posla imaju pristup povlaštenim informacijama iz čl. 455. ZTK odnosno drugim povjerljivim informacijama o klijentima ili takvim poslovima koji se sklapaju s klijentima banke:

- poduzimaju kao zaposlenici ili suradnici banke nedopuštene poslove s bančnim klijentima;²⁷³
- izvan svog posla zaposlenika ili suradnika banke preporučuju, savjetuju ili na drugi način navode druge osobe da posluju vrijednosnim papirima ako taj posao ni inače nije dopušten jer je riječ o zabranjenim poslovima zaposlenika odnosno suradnika banke;²⁷⁴
- daje drugima informacije ili širi vrijednosne sudove - neovisno o zabrani korištenja povlaštenim informacijama izvan svoga posla zaposlenika ili suradnika banke! - koji su kadri navesti te ili neke druge osobe da poduzmu te

²⁷¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 235.

²⁷² Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 235.

²⁷³ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 3. br. 1. njemačkog WpHG.

²⁷⁴ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 3. br. 2. njemačkog WpHG.

konkretne poslove, a ti poslovi ni inače nisu dopušteni jer je riječ o zabranjenim poslovima zaposlenika odnosno suradnika banke.²⁷⁵

Pod poslovima zaposlenika, suradnika banke misli se, dakle, na poslove koje oni poduzimaju za svoj račun,²⁷⁶ koje poduzimaju za račun sebi bliskih odnosno povezanih osoba²⁷⁷ i koje poduzimaju izvan onoga što rade u banci ili za banku.²⁷⁸ Za tumačenje blisko povezanih osoba treba uputiti na odgovarajuću primjenu čl. 464. st. 2. ZTK. ZTK-om treba *de lege ferenda* preciznije urediti poslove vrijednosnim papirima koje sklapaju zaposlenici i suradnici banke te se u tim smislu treba osloniti na spomenuta rješenja njemačkog WpHG-a.

Sklope li zaposlenici odnosno suradnici banke spomenute poslove suprotno zakonskoj zabrani, oni se neće već na temelju same te činjenice izložiti kazne nopravnoj i prekršajnopravnoj odgovornosti. Za to se, naime, trebaju ispuniti sve zakonom propisane pretpostavke.

IX. DRŽAVNI NADZOR TRŽIŠTA KAPITALA

Unutarbankovna *compliance*-organizacija nije jedina poluga koja pomaže prilikom ocjene pridržava li se banka pravila poslovnog ponašanja, štiti li, dakle, primjereno interese svojih klijenata. Državni nadzor tržišta kapitala danas je u tom smislu neizostavan. Nije ograničen samo na poslove vrijednosnim papirima, koje na burzi ili izvan burze poduzimaju banke i voditelj skontracije te drugi burzovni mešetari kao izravni tržišni sudionici. Državnim nadzorom obuhvaćeni su, također, i poslovni odnosi banke i klijenta u okviru trgovine vrijednosnim papirima. Budući da sam nije kadar trgovati vrijednosnim papirima klijent nema izbora, on je upućen na svoju banku kao tržišnog intermedijara. Pravni sustav jamči stoga klijentu zaštitu njegovih interesa prilikom izvršavanja njegovih naloga na tržištu kapitala. Državni nadzor tržišta kapitala bdije stoga ponajprije u interesu funkcionalnosti tržišta kapitala nad zaštitom klijentovih interesa prilikom izvršavanja naloga za kupnju i prodaju vrijednosnih papira.

Međunarodna konkurentnost tržišta kapitala nameće standarde koji su se uvriježili na razvijenim inozemnim tržištima kapitala. Pojedina nacionalna tržišta kapitala ne mogu se više izolirati od drugih tržišta kapitala. Očit je trend sve veće

²⁷⁵ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 3. br. 3. njemačkog WpHG.

²⁷⁶ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 2. br. 1. njemačkog WpHG.

²⁷⁷ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 2. br. 2. njemačkog WpHG.

²⁷⁸ V. u tom smislu i sa stajališta našeg prava instruktivnu odredbu § 33b st. 2. br. 3. njemačkog WpHG.

otvorenosti tržišta kapitala koja pospješuje ujednačavanje međunarodnih standarda tržišta kapitala. Nacionalna tržišta kapitala sve se više međusobno primiču pod utjecajem široke liberalizacije prometa kapitala, visoke mobilnosti ulagatelja te suvremenih komunikacijskih tehnika.

9.1. HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA (HANFA)

HANFA je središnja instancija za nadzor bankovnih poslova s vrijednosnim papirima. HANFA ima četiri glavne zadaće kad je riječ o kontroli tržišta kapitala:

- nadzirati tržišta kapitala, posebice kontrolirati pridržavaju li se banke pravila poslovnog ponašanja koja propisuje ZTK;
- otkrivati i goniti kršenja pravila ZTK o povlaštenim informacijama;
- nadzirati prijavljuju li obveznici da su stekli značajne, zakonom propisane udjele u društvima kojih su dionice uvrštene na burzu;
- surađivati s nadležnim regulatorima unutar i izvan EU.²⁷⁹

Zadaćama i ovlastima koje su joj dodijeljene zakonom HANFA se koristi isključivo u javnom, općem interesu. Kontrolna funkcija HANFE služi isključivo zaštitu urednog i neometanog tržišta kapitala odnosno zaštitu ulagatelja na tržištu kapitala. Time se po prirodi stvari posredno štite i pojedinačni ulagatelji, no tada je riječ o pukom pravnom refleksu.²⁸⁰ HANFA može prilikom provedbe svojih zadaća tražiti pomoć drugih osoba i institucija. Može za tim posegnuti uvijek kad joj za konkretan problem manjkaju potrebna znanja neovisno o tome treba li joj pomoć osoba s javnopravnim ovlastima ili pak privatnih osoba poput, primjerice, revizora.

a) Općenito o ovlasti HANFE da nadzire tržište kapitala

HANFA nadzire trgovinu vrijednosnim papirima u RH (čl. 247. st. 1. ZTK) te provjerava posluje li banka – investicijsko društvo i kreditna institucija – u skladu s vlastitim pravilima poslovnog ponašanja (čl. 247. st. 2. ZTK). Dužna je provoditi mjere i aktivnosti radi otklanjanja utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti koje ugrožavaju uredno funkcioniranje tržišta kapitala (čl. 247. st. 2. ZTK). HANFA je nadležna i za trgovinu vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi.

HANFA propisuje svojim pravilnicima kako treba u praksi tumačiti i primjenjivati pravila poslovnog ponašanja. U tom smislu treba suženo, smisleno tumačiti

²⁷⁹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 245.

²⁸⁰ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 246.

odredbu čl. 77. ZTK. HANFA ni u kojem slučaju ne može svojim pravilnicima propisivati obveze poslovnog ponašanja banke prilikom pružanja usluga klijentima, kao što to pogrešno propisuje čl. 77. ZTK, jer je to materija ZTK, a ne podzakonskih akata HANFE. Podzakonskim aktima HANFE mogu se adresatima samo pojasniti njihove postojeće zakonske obveze, a ne i kreirati sasvim nove obveze koje ZTK ne poznaje. Pravilnik je stoga orijentir HANFI prilikom procjene pridržavaju li se banke svojih obveza propisanih ZTK-om u dijelu koji se tiče pravila poslovnog ponašanja.

Pravilnik o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga stoga bi zapravo po svojoj pravnoj prirodi trebao biti najbliži smjernici koja služi što životnijoj primjeni i tumačenju ZTK. To treba *de lege ferenda* izričito propisati ZTK-om, po uzoru na odgovarajuće rješenje § 35 st. 4. njemačkog WpHG. Smjernica nije u tom smislu ni pravna norma niti upravni akt.²⁸¹ Ne postupa li se u skladu sa smjernicom, to ne može dovesti ni do kakvih neposrednih pravnih posljedica. Smjernica pojašnjava stoga već postojeće obveze ZTK, njome bi HANFA informirala subjekte nadzora o tome kako ona prosuđuje, koristi se svojim diskrecijskim zakonskim ovlastima prilikom ocjene postupaju li subjekti nadzora u skladu sa svojim zakonskim obvezama poslovnog ponašanja. Smjernica ima stoga zadaću konkretizirati općenito, širokopropisana pravila poslovnog ponašanja tako da činjenice pojedinog predmeta nadzora podvede pod njihovu primjenu.²⁸² Time se ujedno ujednačuje primjena zakonskih pravila u čitavom bankarstvu. Kako bi podzakonska rješenja HANFE bila što životnija, ona treba u postupak njihove izrade uključiti HNB te staleške vrhove bankarstva i investicijske branše (tako § 35 st. 4. reč. 2. WpHG). Smjernica odražava iskustva regulacijske prakse te je stoga prema potrebi podložna znatno češćim izmjenama u odnosu prema ZTK-u kao matični propis prava tržišta kapitala. Sve njemačke smjernice ugrađene su od 1.11.2007. u WpHG.

Prekrše li banke pravilnik HANFE, predmnijeva se da su banke povrijedile pravila poslovnog ponašanja te se utvrđuju nezakonitosti i nepravilnosti koje ugrožavaju uredno funkcioniranje tržišta kapitala u smislu čl. 247. st. 2. ZTK. Iznimno je i tada moguće zaključiti drukčije ako je konkretno ponašanje banke ipak bilo u skladu s odredbama ZTK koje su dodatno razjašnjene pravilnikom. Sud u svakom slučaju u konačnici samostalno tumači opća pravila poslovnog ponašanja propisana ZTK-om te ta pravila primjenjuje, konkretizira za svaki pojedini slučaj.

Glavna je zadaća Pravilnika o pravilima poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih i pomoćnih usluga staviti klijenta u položaj u kojem je on kadar samostalno i na vlastitu odgovornost prosuditi isplati li mu se konkretno ulaganje. Njime se k tome nastoji osigurati da banka pošteno tretira svoga klijenta. Pravil-

²⁸¹ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 251.

²⁸² V. u tom smislu Köndgen, op. cit. u bilj. 2. str. 361.

nik uređuje, između ostalog, opseg informacija koje banka pruža klijentu, razjašnjenja koja banka daje klijentu o riziku vezanim uz ulaganja te transparentnost troškova vezanih uz pružanje investicijskih usluga. Dopustivost investicijskih poslova kod kojih banka nije dužna savjetovati klijenta (tzv. *execution-only*-poslovi) izričito su uređeni čl. 71. ZTK. Pravilnik HANFE sadržava i pravila o tome kad se i gdje se izvršava nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira.

9.2. GODIŠNJA PROVJERA PRAVILA POSLOVNOG PONAŠANJA

HANFA trajno nadzire pridržavaju li se banke pravila poslovnog ponašanja. Pravilnik o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenta nameće bankama obvezu da najmanje jednom godišnje revidiraju svoju politiku izvršavanja naloga (čl. 5. Pravilnika). Pravilnik o nadzornim izvještajima za pravne osobe ovlaštene za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti propisuje detalje glede izvještaja koje banke podnose HANFI o tome kako upravljaju sredstvima svojih klijenata. HANFA propisuje na temelju čl. 116. st. 5. ZTK Pravilnikom o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja investicijskih društava, između ostalog, i sadržaj godišnjih financijskih izvještaja banke.

De lege ferenda treba člankom 116. stavkom 5. ZTK, a po uzoru na § 36 st. 1. reč. 1. WpHG, propisati da ovlašteni revizor treba najmanje jednom godišnje provjeriti je li se banka u minuloj poslovnoj godini pridržavala pravila poslovnog ponašanja. U tom smislu treba *de lege ferenda* propisati i godišnju reviziju ugovora o depozitu vrijednosnih papira. Poslove vezane uz trgovinu i depozit vrijednosnih papira treba u tom smislu posebno revidirati u okviru redovitih godišnjih financijskih izvješća banke. Potankosti o tome HANFA treba *de lege ferenda* propisati Pravilnikom o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja investicijskih društava, između ostalog, i sadržaj godišnjih financijskih izvještaja banke.²⁸³

Tim Pravilnikom treba urediti odnos između revizora i banke koja je predmet njegove revizije te treba propisati u čemu se konkretno sastoje revizorove obveze. Revizorovo izvješće opsegom treba biti sažeto i jezgrovito te se treba usmjeriti na podatke koji su u tom smislu neizostavni. Revizor se može u načelu ograničiti i na nasumične provjere pojedinačnih predmeta ako je to u skladu sa sustavom provjere prema postavljenim profesionalnim standardima koji vode računa o tome da se sustavno revidira primjena pravila poslovnog ponašanja.²⁸⁴ Revizorov izvještaj ograničava se u svakom slučaju samo na ono što je uistinu nužno.

²⁸³ V. u tom smislu i sa stajališta hrvatskog prava instruktivnu njemačku Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 36 des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung - WpDPV).

²⁸⁴ Tako sa stajališta nama u tom dijelu poredbenog njemačkog prava Seiler/Kniehase, op. cit. u bilj. 2, § 104, Rbr. 255.

X. PRIJEDLOG POSEBNIH UVJETA POSLOVANJA ZA POSLOVE S VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Ovi posebni uvjeti poslovanja primjenjuju se na prodaju i kupnju vrijednosnih papira. Oni važe i kad prava kojima se u tom smislu trguje nisu ukoričena u pisanoj ispravi.

Poslovi s vrijednosnim papirima

Br. 1. Vrste poslova s vrijednosnim papirima

- (1) **Komisijski poslovi i fiksni poslovi s vrijednosnim papirima.** Banka i klijent sklapaju poslove s vrijednosnim papirima kao komisijske poslove ili kao fiksne poslove.
- (2) **Komisijski poslovi.** Izvršava li banka kao komisionar naloge svog klijenta za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira, sklapa u svoje ime i za račun klijenta ugovor o kupnji odnosno prodaji vrijednosnih papira (provedbeni posao) s drugim sudionikom na tržištu ili sa središnjom drugom ugovornom stranom ili, pak, opunomoćuje drugog komisionara (međukomisionar) da poduzme taj provedbeni posao. Ako to dopuštaju opći uvjeti poslovanja odnosno pravila pojedine burze, klijentov nalog može izvršiti i sama banka ili pak komisionar, i to u okviru elektroničke trgovine na određenoj burzi.
- (3) **Fiksni poslovi.** Ugovore li banka i klijent čvrstu, fiksnu ili pak odredivu cijenu za pojedine poslove (fiksni posao), sklapa se ugovor o prodaji prema kojem banka preuzima od klijenta predmetne vrijednosne papire kao kupac ili ih prenosi, isporučuje klijentu kao prodavatelj. Banka zaračunava klijentu ugovorenu cijenu, a kod obveznica koje se ukamaćuju i pripadajuće kamate.

Br. 2. Načela po kojima se izvršavaju poslovi s vrijednosnim papirima

Banka izvršava poslove s vrijednosnim papirima sukladno svojim važećim načelima za njihovo izvršavanje. Načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima sastavni su dio posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima. Banka je ovlaštena mijenjati načela izvršavanja poslova s vrijednosnim papirima sukladno regulacijskim zahtjevima. Banka je dužna informirati klijenta o izmjenama načela za izvršavanje poslova s vrijednosnim papirima.

Posebna pravila za komisijski posao

Br. 3. Uzance/obavještanje/cijena

- (1) **Važenje propisa, uzanci i općih uvjeta poslovanja.** Provedbeni posao podvrgnut je primjeni važećih propisa i općih uvjeta poslovanja (uzance) koji su

u mjestu izvršenja posla mjerodavni za trgovinu vrijednosnim papirima. Na provedbeni posao primjenjuju se osim toga i opći uvjeti poslovanja ugovornog partnera banke.

- (2) **Obavješćavanje.** Banka je dužna bez odgađanja obavijestiti svoga klijenta o tome da je izvršila njegov nalog. Nije dužna posebno obavješćavati klijenta o izvršenju naloga izvrši li neposredno klijentov nalog putem burzovne elektroničke trgovine tako da je druga strana provedbenog posla sama banka ili međukomisionar.
- (3) **Cijena provedbenog posla/provizija/troškovi.** Banka klijentu zaračunava i naplaćuje cijenu provedbenog posla; banka je ovlaštena naplatiti od klijenta svoju proviziju i svoje troškove uključujući i tuđe troškove.

Br. 4. Obveza klijenta da banci osigura sredstva potreba za izvršenje naloga za kupnju odnosno vrijednosne papire potrebne za izvršenje naloga za prodaju

Banka je dužna izvršiti klijentov nalog za kupnju vrijednosnih papira samo ako je stanje klijentova salda na žiroračunu dovoljno za plaćanje cijene iz provedbenog posla odnosno ako mu je banka odobrila kredit za kupnju vrijednosnih papira, a glede klijentova naloga za prodaju vrijednosnih papira samo ako je klijent ovlastio banku da raspolaže odgovarajućim saldom vrijednosnih papira na njegovu računu nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji se vodi kod SKDD-a ili kod drugog odgovarajućeg depozitorija vrijednosnih papira. Banka je dužna bez odgađanja obavijestiti klijenta o tome da nije u cijelosti ili djelomično izvršila klijentov nalog za kupnju ili prodaju vrijednosnih papira.

Br. 5. Određivanje gornjeg iznosa cijene

Kad daje nalog banci, klijent može postaviti gornju cjenovnu granicu po kojoj banka treba izvršiti provedbeni posao (cjenovno limitirani nalozi).

Br. 6. Važenje neuročenih klijentovih naloga

- (1) **Cjenovno nelimitirani nalozi.** Cjenovno nelimitirani nalog važi sukladno načelima za izvršenje naloga (§ 2) samo za još jedan burzovni dan; ako nalog nije prispio banci na vrijeme tako da ga ona ne može u okviru redovitog preostalog radnog vremena izvršiti još istoga tog dana, ona ga je dužna zabilježiti za izvršenje narednog burzovnog dana. Banka je bez odgađanja dužna obavijestiti klijenta o tome da nije izvršila njegov nalog.
- (2) **Cjenovno limitirani nalozi.** Cjenovno limitirani nalog važi do posljednjeg burzovnog dana tekućeg mjeseca (tzv. ultimo tekući mjesec). Prispije li pak nalog posljednjeg dana tekućeg mjeseca, ali ga banka ne može u okviru redovitog preostalog radnog vremena izvršiti još istoga tog dana, ona ga je sukladno načelima za izvršenje naloga (§ 2) dužna zabilježiti za izvršenje narednog

mjeseca. Banka je dužna bez odgadanja obavijestiti klijenta o roku važenja njegova naloga.

Br. 7. Rok važenja naloga za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa dionica ili drugih vrijednosnih papira

Cjenovno nclimitirani nalog za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica ili drugih vrijednosnih papira važi do isteka razdoblja u kojem se trguje pravom prvenstva upisa novih vrijednosnih papira. Cjenovno limitirani nalog za kupnju ili prodaju prava prvenstva upisa novih dionica ili drugih vrijednosnih papira važi do isteka prethodnog dana trgovine pravom prvenstva upisa novih vrijednosnih papira. Rok važenja naloga za kupnju ili prodaju inozemnih prava prvenstva upisa dionica ili drugih vrijednosnih papira određuje se prema mjerodavnim inozemnim uzancama. § 15 st. 1. primjenjuje se na prava prvenstva upisa novih dionica ili drugih vrijednosnih papira ako su ta prava zadnjeg dana njihove trgovine bila pohranjena na klijentovu depozitu vrijednosnih papira.

Br. 8. Prestanak važenja tekućih naloga

- (1) **Isplate dividende, druge isplate, pribavljanje prava prvenstva upisa, povećanje temeljnog kapitala iz sredstava društva.** Ako konkretna pravila mjesta izvršenja predviđaju prestanak naloga, cjenovno limitirani nalozi za kupnju ili prodaju dionica na tuzemnim mjestima izvršenja naloga prestaju važiti isplati li se dividenda, iznosi po drugim osnovama, pribave li se prava prvenstva upisa ili se pak poveća temeljni kapital iz sredstava društva, protekom burzovnog trgovinskog dana u kojem se posljednji puta trgovalo dionicama, uključujući pritom i spomenuta prava. Promijeni li se udio koji su dioničari dužni uplatiti za dionice koje nisu u cijelosti uplaćene prilikom upisa društva u sudski registar, nominalni iznos dionica ili se pak podijele dionice društva, cjenovno limitirani nalozi prestaju važiti protekom trgovinskog dana koji prethodi danu s kojim su dionice uvrštene za trgovanje s tim povećanim udjelom koji su dioničari dužni uplatiti za dionice, izmijenjenim nominalnim iznosom odnosno s povećanim brojem dionica sukladno provedenoj podjeli dionica društva.
- (2) **Izuzimanje vrijednosnih papira iz tečaja.** Ako konkretna pravila mjesta izvršenja to predviđaju, izostane li na nekom tuzemnom mjestu izvršenja naloga utvrđivanje cijene vrijednosnih papira zbog posebnih okolnosti koje se tiču njihova izdavatelja (izuzimanje iz tečaja), prestaju svi nalozi koje treba izvršiti na tom konkretnom mjestu trgovanja, a tiču se tih vrijednosnih papira.
- (3) **Izvršenje klijentovih naloga na inozemnim mjestima izvršenja.** Izvršavaju li se klijentovi nalozi na inozemnim mjestima izvršenja, na njih se primjenjuju uzance inozemnog mjesta izvršenja.

- (4) **Obavješćavanje.** Banka je dužna bez odgađanja obavijestiti klijenta o tome da je njegov nalog prestao važiti.

Br. 9. Odgovornost banke u komisijskim poslovima

Banka kao komisionar odgovara za uredno ispunjenje obveza svoga suugovaratelja iz provedbenog posla odnosno ugovornog partnera svoga međukomisionara. U razdoblju nakon što je prosljedila klijentov nalog banci međukomisionaru, a prije nego što se na tržištu sklopi provedbeni posao, tuzemna banka odgovara samo za izbor banke međukomisionara te za upute (odgovornost *ob culpam in eligendo*, *ob culpam in instruendo*) koje je dala banci međukomisionaru.

Ispunjenje posla s vrijednosnim papirima

Br. 10. Izvršenje naloga u tuzemstvu kao pravilo

Banka izvršava nalog u pravilu u tuzemstvu, na ZSE, jer domaće banke imaju u načelu samo tamo izravan pristup mjestu izvršenja. Nalog će se izvršiti u inozemstvu samo ako je to dogovoreno ovim posebnim uvjetima za poslove s vrijednosnim papirima ili ako se banka tako dogovori s klijentom na drugi način.

Br. 11. Pribavljanje vrijednosnih papira u tuzemstvu

Izvršava li banka naloge klijenta u tuzemstvu, a vrijednosni papiri su pohranjeni na zbirnom žiro depozitu vrijednosnih papira kod njemačke banke koja zbirno vodi vrijednosne papire (Clearstream Banking AG), obvezna je pribaviti klijentu suvlasništvo na tom zbirnom²⁸⁵ žirodepozitu odnosno obvezna je pripisati te vrijednosne papire klijentu po tom zajedničkom žirodepozitu (GS-Gutschrift). Banka je obvezna pribaviti klijentu vlasništvo tih vrijednosnih papira ako se oni ne pohranjuju na zbirnom žirodepozitu vrijednosnih papira. Banka pohranjuje te vrijednosne papire za račun svog klijenta odvojeno od svoje druge imovine i od imovine drugih osoba.

Br. 12. Pribavljanje vrijednosnih papira u inozemstvu

- (1) **Dogovor banke i klijenta o tome da se vrijednosni papiri nabave u inozemstvu.** Banka nabavlja vrijednosne papire u inozemstvu ako:
- kao komisionar u inozemstvu kupuje tuzemne ili inozemne vrijednosne papire ili

²⁸⁵ Ima li razlike između zajedničkog i zbirnog salda?

- prodaje vrijednosne papire klijenta putem posla s čvrstom, određenom cijenom, a tim se vrijednosnim papirima u tuzemstvu ne trguje ni na burzi niti izvan burze;
 - kao komisionar kupuje u inozemstvu inozemne vrijednosne papire ili prodaje klijentove vrijednosne papire putem posla s čvrstom, određenom cijenom, a tim se vrijednosnim papirima doduše trguje na tuzemnoj burzi odnosno izvan burze, ali je te vrijednosne papire ipak uobičajeno nabavljati u inozemstvu.
- (2) **Uključivanje banke međupohranitelja.** Pribavi li banka klijentu vrijednosne papire u inozemstvu, ona će ih u inozemstvu i pohraniti. Shodno tome dati će odgovarajući nalog drugom tuzemnom ili inozemnom pohranitelju (primjerice Clearstream Banking AG) ili će to, pak, povjeriti svojoj poslovnicu ili podružnici. Pohrana vrijednosnih papira podvrgnuta je primjeni propisa i uzanci mjesta pohrane vrijednosnih papira te općih uvjeta poslovanja inozemnog pohranitelja vrijednosnih papira.
- (3) **Pripis na računu vrijednosnih papira.** Banka pribavlja klijentu u mjestu pohrane vrijednosnih papira sukladno dužnoj prosudbi i štiteći pritom njegove interese, vlasništvo ili suvlasništvo vrijednosnih papira odnosno drugu odgovarajuću pravnu poziciju te tu pravnu poziciju drži povjerenički za račun svog klijenta. Banka pripisuje k tome te vrijednosne papire na njegov račun vrijednosnih papira te pritom naznačuje državu u kojoj se ti vrijednosni papiri nalaze.
- (4) **Pokriće.** Banka treba isporučiti, prenijeti klijentu vrijednosne papire koje je za njegov račun pribavila provedbenim poslom u inozemstvu te ih je k tome pripisala na njegov račun vrijednosnih papira samo ako joj je klijent osigurao u inozemstvu za to potrebno pokriće. Pokriće se sastoji od vrijednosnih papira iste vrste koji se u inozemstvu pohranjuju za banku i klijenta. Pripíše li banka klijentu vrijednosne papire na njegov račun vrijednosnih papira, klijent snosi razmjerno svom sudjelovanju sve gospodarske i pravne štete te otegotne okolnosti koje su pogodile pokriće kao rezultat više sile, nemira, rata, prirodnih nepogoda ili radnji trećih osoba na koje banka nema utjecaja, bilo da je riječ o takvim radnjama trećih osoba u inozemstvu ili o radnjama koje su u vezi s aktima javnopravnih vlasti u inozemstvu ili tuzemstvu.
- (5) **Postupanje s protučinidbama.** Banka nije dužna vratiti klijentu cijenu koju je platila za vrijednosne papire snosi li klijent sukladno st. 4. ove klauzule posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima štete i otegotne okolnosti koje se tiču pokrića.

XI. ZAKLJUČAK

Trgovina financijskim instrumentima je temelj tržišta kapitala. Za pravo tržišta kapitala ključno je opisati pravnu konstrukciju trgovine financijskim instrumen-

tima. Financijska komisija, fiksni poslovi financijskim instrumentima i vlastita trgovina banke temeljni su poslovnopravni oblici trgovine vrijednosnim papirima. Banke trebaju svojim posebnim uvjetima poslovanja s vrijednosnim papirima postaviti precizne privatnopravne pretpostavke trgovine financijskim instrumentima. Raštrkanost aktualnih posebnih uvjeta poslovanja s vrijednosnim papirima podložna je oštroj kritici ne samo zbog svoje dvojbene privatnopravne održivosti već i zbog manjka sustavnosti s kojom su banke pristupile uređivanju ovog vitalnog pitanja tržišta kapitala. Daljnji je problem izostanak staleške, profesionalne povezanosti banaka koja bi bila kadra iznijeti jedinstvene posebne uvjete poslovanja s vrijednosnim papirima hrvatskih banaka i investicijskih društava. ZTK i podzakonski propisi HANFE trebaju se odnositi ne samo na investicijska društva, u užem smislu, nego i na banke ako se one bave trgovinom financijskim instrumentima. Treba u tom smislu izjednačiti investicijske usluge koje uređuje ZTK i financijske usluge koje uređuje ZOKI.

Pravna struka igrala je ključnu ulogu u formiranju razvijene poredbene pravne i poslovne prakse trgovine vrijednosnim papirima. Imala je u tom smislu zasigurno ulogu u rangu ekonomije. Hrvatsko tržište kapitala je kapitalno područje materijalnih društvenih i poslovnih odnosa koje je uz javno bankarsko pravo najmanje prirodno zaživjelo u našem sustavu. Sve su se druge nove discipline prava (stvarno pravo, pravo društava, trgovačko pravo, pravo osiguranja, bankarsko pravo) dale nekako kalemiti na dotadašnje oskudne pravne i poslovne batrljke. Barem su se bili našli pravnici koji su bili kadri sustavno osmisliti i iznijeti silovite promjene koje su nas bile zatekle. Stihija kojoj smo bili izloženi prilikom uspostavljanja tržišta kapitala nije ostavila ni najmanju nadu za pravo osmišljanje cjelovitog sustava prava tržišta kapitala. Sustav je, naime, trebao misliti sam sebe; računalo se da zakon i podzakonski akti rješavaju probleme gotovo automatizmom. Rijetki vrijedni pravnici specijalisti čamili su u anonimnosti, ni sami nisu imali previše volje pisati ili na drugi način šire podijeliti sa svojom strukom ogromno iskustvo koje su pretovarili preko svojih leđa. Sami njihovi kolege pravnici često su takve pravnike izjednačavali s ekonomistima. Meni često poneki studenti i danas dobače da ih ne mučim s detaljima prava tržišta kapitala, investicijskog bankarskog prava kad je to ionako ekonomija. Pravo, naime, traži vrijeme, traži da odnosi koje motri prirodno dozore – a na sve to se nije moglo računati. Ekonomija, točnije poslovna praksa, ima moć da djeluje poprijeko, ona pravo treba kad se pojave problemi. Da bi pravnik bio, međutim, u tom smislu suvremen, nužno je da bude nepravovremen.

Danas više nije nikakva hereza izjavi li se da pravnik može obnašati funkciju guvernera HNB-a ili predsjednika HANFA-e. Organska povezanost prava i ekonomije može se sve bolje osjetiti i na domaćem tržištu kapitala.

Summary

Petar Miladin

FINANCIAL INSTRUMENT TRADING (SECURITIES, EFFECTS)

The author discusses financial instrument trading as the key transaction in capital markets law and analyzes its private and public law aspects. Trading securities implies financial commission, transactions with fixed price securities and bank's internal operations. Capital markets law imposes the need for a uniform approach to securities trading regardless of the fact that it includes different private law concepts of securities trading. The awkward term of „enterprise providing services related to securities“ has been replaced by the concept of the bank, which includes different credit institutions and investment companies. It is pointed out that financial instrument trading is originally a banking transaction carried out by traditional banks, credit institutions, special banks and investment companies, and that all entities providing professional services of securities trading should be approached in a uniform way. The calculated use of the obviously antiquated term „security“ rather than the newly coined term „financial instrument“ confirms the view that the obsolescent terms should be cautiously replaced by new legal categories. The author points to the special characteristics of effects, securities trading on the capital market, as predecessors of financial instruments. Thus, financial instruments cannot be approached without due consideration, disregarding the tradition that the category originated from. The fact that we lack tradition of capital markets law forces us to study carefully traditions of capital markets in a relevant comparative law perspective since that is the only way to apply correctly the complex issues involved in the capital markets law.

Key words: financial commission, transactions with fixed-price securities, bank's internal operations

Zusammenfassung

Petar Miladin

DER HANDEL MIT FINANZINSTRUMENTEN (WERTPAPIEREN, EFFEKTEN)

Der Beitrag erörtert den Handel mit Finanzinstrumenten, das zentrale Rechtsgeschäft im Kapitalmarktrecht. Dessen privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Aspekte werden einer Analyse unterzogen. Unter Wertpapierhandel sind

Finanzkommissionsgeschäfte, Wertpapierhandel zum Festpreis und der Eigenhandel einer Bank zu verstehen. Das Kapitalmarktrecht macht es erforderlich, den Wertpapierhandel einheitlich zu behandeln, ungeachtet der Tatsache, dass er unterschiedliche privatrechtliche Konzepte beinhaltet. Statt des schwerfälligen Ausdrucks ‚Wertpapierdienstleistungsunternehmen‘ wird der Begriff der Bank verwendet, der Kreditanstalten und Investmentgesellschaften umfasst. Es soll betont werden, dass der Handel mit Finanzinstrumenten ein originäres Bankgeschäft ist, das von klassischen Banken, Kreditanstalten sowie spezialisierten Banken, Investmentgesellschaften praktiziert wird, dass aber zudem auch mit allen Subjekten, die professionelle Dienstleistungen im Wertpapierhandel erbringen, einheitlich zu verfahren ist. Dass obsolete Ausdrücke vorsichtig durch positivrechtliche Kategorien ersetzt werden sollten, belegt die bewusste Verwendung des offenkundig veralteten Ausdrucks ‚Wertpapier‘ statt der neuen Prägung ‚Finanzinstrument‘. Unter den Wertpapieren werden die Besonderheiten der Effekten, also auf dem Kapitalmarkt gehandelter Wertpapiere, die als Vorläufer der Finanzinstrumente zu sehen sind, hervorgehoben. Es gilt, dass man nicht voreilig zu Finanzinstrumenten greifen darf, ohne die Tradition, aus der diese Kategorie entstanden ist, zu berücksichtigen. Da es hierzulande keine Überlieferung im Sinne eines Kapitalmarktrechts gibt, sind wir gezwungen, die Kapitalmarkttraditionen komparativer Rechtsordnungen sorgfältig zu studieren, denn nur auf diese Weise kann die komplexe Materie des Kapitalmarktrechts richtig zur Anwendung kommen.

Schlüsselwörter: Finanzkommission, Wertpapierhandel zum Festpreis, Eigenhandel der Bank