

Univerza v Ljubljani  
**PRAVNA FAKULTETA**

DIPLOMSKA NALOGA

**DIREKTIVA O TRGIH FINANČNIH INSTRUMENTOV, NJENA IMPLEMENTACIJA  
V SLOVENSKI PRAVNI RED TER IZVAJANJE V PRAKSI**

Mentor: prof. dr. Franjo Štiblar

Mitja Širaj

Rakek, oktober 2008

## PREDGOVOR

Da bo ta diplomska naloga imela tudi predgovor, sem se odločil šele, ko je bilo delo vsebinsko že končano. Preprosto sem čutil, da bralcu še nisem povedal vsega in da tisto, kar mu želim sporočiti, ne sodi v nobeno od drugih poglavij.

Tema te diplomske naloge ni ena izmed tistih, o kateri bi študente poučevali na Pravni fakulteti v Ljubljani. Še več, o njej je bilo v slovenski (pravni) literaturi zelo malo napisano. Zakaj? Ker gre v časovnem in vsebinskem smislu za novo ureditev in ker je tematika specifična ter pravno zahtevna. Zato se je bilo treba zanesti na tujo literaturo, ki je uporabna le v omejenem obsegu, saj se pozitivno pravo na področju trga finančnih instrumentov od države do države razlikuje. Ob tem bo bralec na trenutke verjetno zaznal besedno zadrego, v kateri sem se znašel ob uporabi nekaterih izrazov ob prevodu, saj se določen termin bodisi v slovenskem prevodu direktive MiFID razlikuje od prevoda tega izraza v izvedbeni direktivi in uredbi (npr. investicijsko podjetje in investicijska družba), pri čemer je tretji slovenski izraz uporabljen v zakonu (borznoposredniška družba), bodisi termin v slovenščini sploh (še) ne obstaja, vendar je v tujini povsem uveljavljen (npr. execution-only). Gotovo za nekatere besedne zveze obstajajo lepši slovenski prevodi. Da bi se izognil dvoumnostim, so ponekod dodani še ustaljeni angleški izrazi. Morebitna nekonsistentnost uporabljenih pojmov in besednih zvez gre seveda na moj rovaš.

Pozoren bralec bo opazil, da v uvodu ni omenjene teze in v zaključku ne odgovora nanjo. Drži. Koncept naloge sem zasnoval drugače. Za preverjanje, kako se je nova ureditev uveljavila v praksi, je še odločno prezgodaj, saj je od uveljavitve zakona o trgu finančnih instrumentov minilo šele leto dni. Dodano vrednost naloge vidim drugje. Priložnost sem imel sodelovati pri implementaciji nove ureditve trga finančnih instrumentov v praksi v pravni pisarni UniCredit Banka Slovenija d.d., za kar se kolegom tudi iskreno zahvaljujem. Tako sem lahko spoznal, da čeprav se zdi določeno področje normativno povsem ustrezno urejeno, se v praksi pojavijo vprašanja in dvomi, zaradi česar so nekatere rešitve vprašljive. Obenem se zahvaljujem mentorju prof. dr. Franju Štiblarju za podporo in usmerjanje pri pisanju tega dela. Cilj te naloge je ob celovitem pregledu normativne ureditve opozoriti in utemeljeno predstaviti vprašanja ter odgovore, ki so se glede nove ureditve trga finančnih instrumentov pojavili v praksi. Seveda ne

gre nujno za edine in pravilne »odgovore«, temveč le za posredovanje kritičnega mišljenja. Predvsem zato je pri pisanju te naloge poleg drugih virov in literature pomemben ter dragocen zlasti osebni vir, spoznanja in izkušnje, ki jih je nemogoče napisati v opombo pod besedilom.

Mitja Širaj

Rakek, 6. september 2008

# KAZALO

<b>PREDGOVOR</b> .....	<b>i</b>
<b>KAZALO</b> .....	<b>iii</b>
<b>KAZALO SLIK</b> .....	<b>vi</b>
<b>KAZALO TABEL</b> .....	<b>vi</b>
<b>SEZNAM KRATIC IN NEKATERIH IZRAZOV</b> .....	<b>vii</b>
<b>SLOVARČEK NAJPOGOSTEJŠIH ANGLEŠKIH IZRAZOV</b> .....	<b>viii</b>
<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 NASTANEK DIREKTIVE MiFID IN NJEN PRENOS V SLOVENSKI PRAVNI RED</b>	<b>4</b>
1.1 ZGODOVINSKI OKVIR.....	4
1.2 POSTOPEK LAMFALUSSY .....	5
1.2.1 Faza 1: Okvirna načela.....	6
1.2.2 Faza 2: Izvedbeni ukrepi .....	7
1.2.3 Faza 3: sodelovanje nadzornih organov .....	8
1.2.4 Faza 4: implementacija v praksi.....	9
1.3 ČASOVNI OKVIR SPREJEMANJA MiFID IN NJEN PRENOS V SLOVENSKI PRAVNI RED .....	9
1.3.1 Časovni okvir sprejemanja nove evropske ureditve trgov finančnih instrumentov	10
1.3.2 Prenos direktive MiFID in izvedbene direktive v slovenski pravni red.....	11
1.4 ŠE O PRAVNI NARAVI MiFID .....	14
1.5 TEORETIČNI OKVIR OPRAVLJANJA STORITEV V ZVEZI S FINANČNIMI INSTRUMENTI.....	15
<b>2 OSNOVNE ZNAČILNOSTI MiFID</b> .....	<b>19</b>
2.1 PODROČJE UPORABE MiFID .....	19
2.1.1 Rationae personae .....	19
2.1.2 Rationae materiae.....	24
2.1.2.1 <i>Investicijske storitve in posli</i> .....	24
2.1.2.2 <i>Finančni instrumenti</i> .....	26
2.1.3 Rationae teritorii.....	30
2.1.4 Rationae temporis.....	31
2.2 PRIDOBITEV DOVOLJENJA, POTNI LIST, PODRUŽNICE .....	32
2.2.1 Pridobitev dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov.....	32
2.2.2 Enotni potni list in ureditev podružnic .....	34
2.3 CILJI DIREKTIVE MiFID IN SREDSTVA ZA DOSEGO TEH CILJEV .....	39
2.3.1 Cilji MiFID.....	40
2.3.2 Sredstva za doseg ciljev .....	42
2.3.2.1 <i>Organizacijske zahteve investicijskih podjetij</i> .....	42
2.3.2.2 <i>Pravila o vodenju poslov</i> .....	44
2.3.2.3 <i>Tržna preglednost</i> .....	46
<b>3 ZAKON O TRGU FINANČNIH INSTRUMENTOV</b> .....	<b>48</b>
3.1 PREGLED DOLOČB ZTFI PO POGLAVJIH .....	48
3.1.1 Splošne določbe (1. poglavje).....	48
3.1.1.1 <i>Uporaba ZTFI za banke</i> .....	49
3.1.1.2 <i>Ob rob opredelitvi nekaterih investicijskih storitev</i> .....	50

3.1.1.2.1	Poslovanje za svoj račun in »posli zakladništva«	50
3.1.1.2.2	Menjalniške storitve	52
3.1.1.3	Ob rob opredelitvi nekaterih finančnih instrumentov	53
3.1.2	Ponudba vrednostnih papirjev javnosti (2. poglavje)	54
3.1.3	Obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (3. poglavje)	56
3.1.4	Opravljanje investicijskih storitev in poslov (4. poglavje)	57
3.1.5	Upravljanje borznoposredniške družbe s tveganji ter poslovne knjige in letno poročilo borznoposredniške družbe (5. in 6. poglavje)	58
3.1.6	Nadzor nad opravljanjem investicijskih storitev in poslov (8. poglavje)	59
3.1.7	Borzni trgi (9. poglavje)	59
3.1.8	Prepovedana ravnanja zlorabe trga ter druge obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga (10. poglavje)	60
3.1.9	Poravnava poslov s finančnimi instrumenti (11. poglavje)	61
3.1.10	Sistem jamstva za terjatve vlagateljev (12. poglavje)	62
3.1.11	Agencija za trg vrednostnih papirjev (13. poglavje)	63
3.1.12	Postopek odločanja agencije (14. poglavje)	64
3.1.13	Kazenske določbe (15. poglavje)	65
3.1.14	Prehodne in končne določbe (16. poglavje)	66
<b>4</b>	<b>PRAVILA POSLOVANJA PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV</b>	<b>67</b>
4.1	PREDSTAVITEV 7. POGlavJA	67
4.2	ORGANIZACIJSKE ZAHTEVE ZA OPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV	67
4.2.1	Upravljanje z nasprotji interesov	68
4.2.2	Zagotavljanje skladnosti poslovanja s predpisi - »compliance«	70
4.2.3	Prenos pomembnih poslovnih procesov na zunanje izvajalce – »outsourcing«	72
4.2.4	Skrbno ravnanje s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank	73
4.3	PRAVILA VARNEGA IN SKRBNEGA POSLOVANJA PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV ZA STRANKO	74
4.3.1	Uporaba določb podpoglavja 7.2 ZTFI	74
4.3.2	Razvrstitev strank po ZTFI	78
4.3.2.1	Kdo je stranka?	78
4.3.2.2	Profesionalne, neprofesionalne in primerne nasprotne stranke	81
4.3.2.2.1	Profesionalne stranke	82
4.3.2.2.2	Neprofesionalne stranke	85
4.3.2.2.3	Primerne nasprotne stranke	85
4.3.2.3	Prehodna določba ZTFI in razvrstitev strank	87
4.3.3	Pojasnilne obveznosti	88
4.3.3.1	Primernost	88
4.3.3.2	Ustreznost	91
4.3.3.3	Neposredna izvršitev naročila (»execution-only«)	94
4.3.4	Zakonita zastavna pravica po ZTFI in zavarovanje po ZFZ	96
4.3.4.1	Nastanek zakonite zastavne pravice po ZTFI	97
4.3.4.2	Zakonita zastavna pravica po ZTFI in zavarovanje po ZFZ ter vpliv stečajnega postopka	97
4.3.5	Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko	100
4.3.5.1	Na splošno o izvajanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko	100

4.3.5.2	<i>Področje uporabe pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko</i>	101
4.3.5.2.1	<i>Poslovanje za svoj račun in izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji</i>	103
4.3.5.3	<i>Vsebina pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji</i>	106
4.3.5.4	<i>Gospodarjenje s finančnimi instrumenti in izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji</i>	110
4.3.6	Pravne značilnosti pogodb o investicijskih storitvah	112
4.3.7	Skrbniške storitve v zvezi s finančnimi instrumenti strank	116
4.3.7.1	<i>Centralni depo, centralni register in poddepo finančnih instrumentov</i>	117
4.3.7.1.1	<i>Centralni depo</i>	119
4.3.7.1.2	<i>Poddepo</i>	121
4.3.8	Fiduciarni račun vrednostnih papirjev	126
4.4	OBVEZNOSTI BORZNOPOSREDNIŠKIH DRUŽB GLEDE PREGLEDNOSTI IN CELOVITOSTI TRGA	129
4.5	ZUNAJSDNO REŠEVANJE SPOROV	131
<b>5</b>	<b>ZAKLJUČEK</b>	<b>132</b>
<b>6</b>	<b>VIRI IN LITERATURA</b>	<b>137</b>
6.1	Viri in literatura	137
6.2	Pravni viri - Slovenija	140
6.3	Pravni viri - EU	142

## KAZALO SLIK

Slika št. 1: Štiri stopenjski postopek Lamfalussy sprejemanja evropske zakonodaje.....	6
Slika št. 2: Shematski prikaz udeležencev trga finančnih instrumentov in njihovih odnosov .....	18
Slika št. 3: Shematski prikaz organizacijskih zahtev za investicijska podjetja po MiFID.....	44
Slika št. 4: Shematski prikaz pravil o vodenju poslov po MiFID .....	46
Slika št. 5: Shematski prikaz pravil o tržni preglednosti po MiFID.....	47
Slika št. 6: Kategorizacija strank po ZTFI .....	81
Slika št. 7: Primerne nasprotne stranke .....	86
Slika št. 8: Grafični prikaz pravnih razmerij med izdajateljem vrednostnih papirjev – centralnim depojem – poddepozitarjem – končnim imetnikom.....	119

## KAZALO TABEL

Tabela št. 1: Primerjava investicijskih storitev in poslov ter pomožnih storitev po MiFID in ISD .....	25
Tabela št. 2: Primerjava finančnih instrumentov, kot so določeni v MiFID in v ISD .....	28
Tabela št. 3: Primerjava režima primernosti in ustreznosti.....	93

## **SEZNAM KRATIC IN NEKATERIH IZRAZOV**

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

Basel II – nov kapitalski tritebrni sporazum, ki vsebuje priporočila in smernice za bančno poslovanje in njegov nadzor

BCD – Banking Consolidation Directive (Direktiva o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij)

CAD – Capital Adequacy Directive (Direktiva o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij)

CESR – The Committee of European Securities Regulators (Odbor nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU)

EEA – European Economic Area (Evropska gospodarska skupnost - EGP)

EU – Evropska unija

FSAP – Financial Services Action Plan (Akcijski načrt finančnih storitev)

GATS – General Agreement on Trade in Services (Splošni sporazum o trgovini s storitvami)

ISD – Investment Services Directive (Direktiva o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev)

MiFID – Markets in Financial Instruments Directive (Direktiva o trgih finančnih instrumentov)

MTF – Multilateral trading facility (večstranski sistem trgovanja)

OTC – Over the counter (prosti trg)

OZ – Obligacijski zakonik

UCITS – Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (kolektivni naložbeni podjetji, ki vlagajo v prenosljive vrednostne papirje - KNPVP)

ZBan-1 – Zakon o bančništvu

ZTFI – Zakon o trgu finančnih instrumentov

ZTVP-1 – Zakon o trgu vrednostnih papirjev



## SLOVARČEK NAJPOGOSTEJŠIH ANGLEŠKIH IZRAZOV

- Best execution – izvršitev naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko (*oddelek 4.3.5*)
- Conduct of Business Rules – pravila poslovanja pri opravljanju inv. storitev (*4. poglavje*)
- Client classification – razvrstitev strank (*oddelek 4.3.2*)
- Close-out netting – pobot zaradi predčasnega prenehanja pogodbe (*oddelek 4.3.4*)
- Compliance – funkcija spremljanja skladnosti poslovanja s predpisi (*oddelek 4.2.2*)
- Concentration rule – pravilo koncentracije (*oddelek 1.2.1*)
- Conflicts of Interest – nasprotje interesov (*oddelek 4.2.1*)
- Direct Market Access – internetni sistem za trgovanje (*pododdelek 4.3.5.3*)
- Execution-only – neposredna izvršitev naročila (*pododdelek 4.3.3.3*)
- Inducements – spodbude (*pododdelek 2.3.2.1*)
- Investment advice – investicijsko svetovanje (*pododdelek 4.3.3.1*)
- Intermediary – poddepozitar (*razdelek 4.3.7.1.2*)
- Lamfalussy process – postopek sprejemanja evropske zakonodaje Lamfalussy (*podpoglavje 1.2*)
- Passporting – potni list (*oddelek 2.2.2*)
- Pre-trade and Post-trade transparency – preglednost pred in po trgovanju (*pododdelek 2.3.2.3 in podpoglavje 4.4*)
- Request for quote – oblikovanje cene na podlagi zahteve stranke (*razdelek 4.3.5.2.1*)
- Systematic internalisers – sistematični internalizator (*podpoglavje 4.4*)
- Test of suitability – test primernosti finančnega instrumenta ali investicijske storitve (*pododdelek 4.3.3.1*)
- Test of appropriateness – test ustreznosti investicijske storitve ali produkta (*pododdelek 4.3.3.2*)
- Tied agent – odvisni borznoposredniški zastopnik (*oddelek 2.2.1*)
- Trading venue – izvršilno mesto (*pododdelek 4.3.5.3*)

## UVOD

Direktiva 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov (**Markets in Financial Instruments Directive – MiFID**) je vstopila v prostor evropske finančne industrije nenadoma in kot presenečenje. Če so nekateri še v letu 2004 brezskrbno menili, da gre zgolj za še eno v vrsti direktiv, katere implementacija bo hitra in enostavna, se je dobro leto potem celotna finančna industrija Evrope postavila na noge, češ da bo MiFID zaradi visokih stroškov implementacije povzročil njen propad.<sup>1</sup> Nič od tega se ni zgodilo.

Pot za novo oziroma vsaj spremenjeno pravno ureditev so določili evropski voditelji že junija 2000 na Evropskem svetu v Lizboni. Operativni zagon pa je projekt dobil z ustanovitvijo Odbora modrecev za pravno ureditev evropskih trgov vrednostnih papirjev julija 2000. Direktiva 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev ni več zadoščala potrebam stvarnosti. Vse več vlagateljev postaja aktivnih na finančnih trgih in na voljo imajo vedno bolj kompleksne ter različne storitve in instrumente. Zato je Evropska komisija menila, da bi moral zakonodajni okvir Skupnosti obsegati celotno paleto dejavnosti v zvezi z investiranjem.<sup>2</sup> Cilj MiFID je tako ustvariti integrirani finančni trg, na katerem bi bili vlagatelji učinkovito zaščiteni ter učinkovitost in integriteta celotnega trga zavarovani.<sup>3</sup>

MiFID v temeljih spreminja do tedaj veljavno evropsko pravno ureditev investicijskih storitev na področju vrednostnih papirjev. Zaradi večje preglednosti je določbe MiFID mogoče vsebinsko razdeliti v tri večje skupine. V prvo skupino spadajo organizacijske zahteve, s katerimi so se morale soočiti investicijske družbe oziroma podjetja<sup>4</sup>, med katerimi so še posebej pomembne

---

<sup>1</sup> Skinner, Chris (ur.): *The future of investing in Europe's markets after MiFID (Prihodnost investiranja na evropske trge po MiFID)*. John Wiley & Sons, 2007, str. xxviii.

<sup>2</sup> Recital št. 2 k direktivi MiFID.

<sup>3</sup> Recital št. 71 k direktivi MiFID.

<sup>4</sup> Investicijska družba oziroma investicijsko podjetje je za potrebe te naloge definirano kot katerakoli pravna oseba, katere redna dejavnost ali posel je poklicno opravljanje ene ali več investicijskih storitev za tretje stranke in/ali opravljanje ene ali več investicijskih dejavnosti (poslov). Nekonsistentnost prevoda besedne zveze »investment firm« izhaja tudi iz slovenske različice MiFID ter implementacijske direktive in uredbe. V diplomski nalogi je uporabljen pojem *investicijsko podjetje*, saj je termin *investicijska družba* že »zaseden« (glej npr. 2. člen ZISDU-1: Investicijski sklad se lahko oblikuje kot vzajemni sklad oziroma ustanovi kot investicijska družba.). Avtor se zaveda korporacijskega pomena pojma »podjetje«, ki ga ne gre enačiti z »družbo«. Pozoren bralec bo opazil, da definicija »investicijskega podjetja« v MiFID ni enaka opredelitvi istega pojma v direktivah o kapitalskih zahtevah (Direktiva 2006/48/ES in Direktiva 2006/49/ES), kjer je definicija ožja, saj ne vključuje bank in lokalnih podjetij.

preprečevanje in upravljanje s konflikti interesov, zagotovitev funkcije spremljanja skladnosti poslovanja s predpisi (*compliance*), sistema notranjih kontrol ter vodenje evidence transakcij strank. V drugo skupino sodijo pravila o vodenju poslov, pri čemer se najpomembnejša pravila nanašajo na razvrščanje strank, test primernosti in ustreznosti, storitve »execution-only«, izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji ter poročanje strankam o opravljenih poslih. Trgi in njihova preglednost sodijo v tretji zaokrožen vsebinski sklop pravil vsebovanih v MiFID, pri čemer so nova določila o preglednosti pred in po trgovanju, o poročanju o transakcijah, čezmejnem poslovanju ter podružnicah.

Slovenija je določbe MiFID prenesla v novi Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI).<sup>5</sup> Toda *rationae materiae* ZTFI je širši od MiFID, saj predstavlja tudi zakon, s katerim so v naš pravni red prenesene določbe t.i. Prospektne direktive<sup>6</sup>, določbe novih direktiv o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (BCD) ter o kapitalskih zahtevah in upravljanju tveganja (CAD) v obsegu, v katerem se uporabljata za borzno-posredniške družbe (investicijska podjetja)<sup>7</sup>, ter določbe direktive o uskladitvi zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih.<sup>8</sup>

O »revolucionarnih« spremembah, ki jih je v evropski svet investicijskih storitev prinesla MiFID, v Slovenijo pa ZTFI, bo tekla beseda v tej diplomski nalogi. Predmet razprave ne bodo zgolj normativne rešitve nove zakonodaje, temveč predvsem aplikacija pozitivne zakonodaje v praksi ter morebitni izzivi, ki so jih in jih še srečujejo investicijska podjetja pri implementaciji nove ureditve.

---

<sup>5</sup> Ur. l. RS št. 67/2007, popr. 100/2007 in 69/2008.

<sup>6</sup> Direktiva 2003/71/ES evropskega parlamenta in sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi direktive 2001/34/ES, UL L 345, 31. 12. 2003, str. 64.

<sup>7</sup> Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano), UL L št. 177, 30. 06. 2006, str. 1, in Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovano), UL L št. 177, 30. 06. 2006, str. 201.

<sup>8</sup> Direktiva 2004/109/ES evropskega parlamenta in sveta z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembah direktive 2001/34/ES, UL L 390, 31. 12. 2004, str. 38.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri poglavja in zaključek. V prvem poglavju je predstavljen kratek časovni in vsebinski okvir, v katerega spada MiFID ter prenos njenih določb v slovenski pravni red. Sledi sumaren prikaz teorije o storitvah v zvezi s finančnimi instrumenti ter o pravnih odnosih, ki nastanejo med udeleženci trga finančnih instrumentov.

V ospredje drugega poglavja je postavljena direktiva o trgih finančnih instrumentov MiFID, in sicer njen domet: *rationae personae* (osebna veljavnost), *rationae materiae* (stvarna veljavnost), *rationae territorii* (krajevna veljavnost) in *rationae temporis* (časovna veljavnost). Cilji MiFID so obravnavani v luči sredstev, s katerimi naj bi bili ti cilji doseženi.

Tretje in četrto poglavje sta posvečena slovenskemu pozitivnemu pravu trga finančnih instrumentov (prej vrednostnih papirjev). Zakon o trgu finančnih instrumentov je v celoti nadomestil Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Poleg tega je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala podzakonske akte, s katerimi je Slovenija implementirala izvedbeno direktivo 2006/73/ES. V tretjem poglavju je z različnih zornih kotov obravnavan ZTFI po posameznih poglavjih, z izjemo sedmega poglavja, kateremu je namenjeno četrto poglavje.

Četrto poglavje predstavlja osrednji del diplomske naloge. V njem so predstavljena pravila poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev in poslov s posebnim poudarkom na pravilih varnega in skrbnega poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev za stranke. V tem delu so obravnavani vsi pomembnejši instituti, ki jih je uvedla direktiva MiFID in posledično ZTFI, ter praktični pravni zapleti, ki so se pojavili pri implementaciji, za katere skušam ponuditi ustrezne rešitve.

V zaključku sledi kritičen odziv na novo ureditev trga finančnih instrumentov. Beseda teče tudi o obdobju po direktivi MiFID.

# 1 NASTANEK DIREKTIVE MiFID IN NJEN PRENOS V SLOVENSKI PRAVNI RED

## 1.1 ZGODOVINSKI OKVIR

Zelo verjetno si avtorji Rimske Pogodbe o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti<sup>9</sup> niso predstavljali, do kakšne mere bosta praksa in zakonodaja ob upoštevanju tehničnega napredka razvila temeljno načelo Evropske (gospodarske) skupnosti, kot je opredeljeno v 2. členu Pogodbe o ustanovitvi EGS, na področju trga kapitala:

*»Naloga Skupnosti je, da z vzpostavitvijo skupnega trga in postopnim približevanjem ekonomskih politik držav članic v vsej Skupnosti spodbuja skladen razvoj gospodarskih dejavnosti, stalno in uravnoteženo gospodarsko rast, povečano stabilnost, pospešeno višanje življenjske ravni in tesnejše odnose med državami, ki jih združuje«.*

V šestdesetih in sedemdesetih letih je bil napredek pri doseganju tega cilja na področju ureditve kapitalskega trga in finančnih storitev relativno majhen, zaradi vesplošne krize in »evropesimizma« v takratni EGS (empty chair policy, Luksemburški kompromis, naftna kriza itd). V osemdesetih letih je Evropa dobila nov zagon. Začela se je t. i. Deloresova era, katere vrhunec je bil dosežen s sprejetjem Enotnega evropskega akta (EEA) leta 1986. Med institucionalnimi spremembami je bila pomembna uzakonitev kvalificirane večine pri glasovanju Sveta, »če imajo ukrepi za cilj vzpostavitev in delovanje enotnega trga«<sup>10</sup>. Poleg tega je EEA uvedel tudi načelo nadzora domače države članice (*Home Member State Supervision*) za vse družbe na njenem ozemlju po principu vzajemnega priznavanja. V začetku devetdesetih let, ko je prišlo do liberalizacije kapitalskih tokov kot predpostavki za odpiranje domačih trgov zunanjim ponudnikom storitev, so bile sprejete nekatere pomembne direktive s področja finančnih trgov in

---

<sup>9</sup> UL C 325, 24. 12. 2002 (prečiščeno besedilo).

<sup>10</sup> Člen 95/1 Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti.

storitev.<sup>11</sup> V praksi so se raznoliki pristopi držav članic pri implementaciji sicer skupnih direktiv pokazali kot neustrezen način doseganja skupnega trga.<sup>12</sup>

Poleg tega so voditelji Evropske Unije (EU) leta 2000 sprejeli Lizbonsko strategijo, katere cilj je (bil) do leta 2010 ustvariti najbolj dinamično in konkurenčno, na znanju temelječo družbo na svetu. Uspeh Lizbonske strategije in povečanje konkurenčnosti EU so voditelji EU videli tudi v dokončni vzpostavitvi skupnega trga finančnih storitev. V letu 1999 je bil sprejet dokument Akcijski načrt finančnih storitev (FSAP)<sup>13</sup>, katerega je pripravila Evropska komisija v sodelovanju z eksperti iz finančne industrije in predstavniki ministrstev za finance. Snovalci tega dokumenta so prišli med drugim do spoznanja, da je potrebno »dograditi« takrat veljavno Direktivo Sveta 93/22/EGS o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (ISD)<sup>14</sup>. O popolni reviziji ISD, iz katere bi se rodila ISD II, ni bilo govora, kaj šele o sprejemu povsem nove Direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID). Vendar je iz malega semena v FSAP od leta 2000 do leta 2004 vzknila povsem nova Direktiva o trgih finančnih instrumentov, ki »revolucionarno« spreminja področje investicijskih storitev in kapitalskih trgov v Evropi.

## 1.2 POSTOPEK LAMFALUSSY

Vzporedno s sprejemom FSAP so države članice stremele k optimizaciji sprejemanja finančne zakonodaje v Evropi in k izboljšanju sodelovanja držav članic pri nadzoru izvajanja evropske zakonodaje. V ta namen je Evropska komisija oblikovala Odbor modrecev (*Committee of Wise Men*), katerega vodja je bil baron Aleksander Lamfalussy, nekdanji predsednik Evropskega monetarnega Inštituta<sup>15</sup>. Po njem se imenuje spodaj opisani zakonodajni postopek in pogosto se

---

<sup>11</sup> Druga direktiva Sveta 89/646/EGS z dne 15. decembra 1989 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov v zvezi z izvajanjem poslov kreditnih institucij, ki spreminja Direktivo 77/780/EGS, UL L 386, 30. 12. 1989, str. 1, Direktiva Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev, UL L 141, 11. 6. 1993, str. 27, Direktiva Sveta 89/592/EEC z dne 13. novembra 1989 o usklajevanju predpisov o trgovanju z notranjimi informacijami, UL L 334, 18. 11. 1989, str. 30.

<sup>12</sup> Nelson, Paul: *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID (Pravna ureditev kapitalskih trgov: vpliv MiFID)*, Cambridge University Press, 2008, str. 53 in 54.

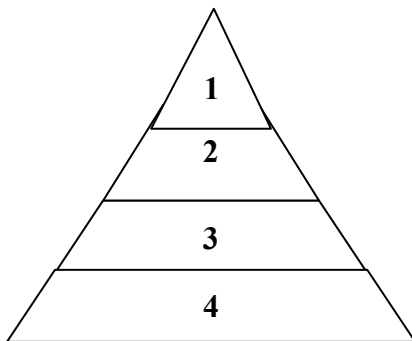
<sup>13</sup> Akcijski načrt finančnih storitev (Financial Services Action Plan) je komunikacija Komisije z dne 11. maja 1999 z naslovom »Implementacija okvira finančnih trgov: akcijski načrt« [COM(1999) 232]. Trije glavni cilji navedeni v Akcijskem načrtu so dokončna vzpostavitev enotnega trga finančnih storitev, odpreti trge za poslovanje prebivalstva in doseči njihov varnost ter okrepiti pravila nadzora.

<sup>14</sup> UL L 141, 11. 6. 1993, str. 27.

<sup>15</sup> Evropski monetarni inštitut je predhodnik Evropske centralne banke, ki je bila ustanovljena leta 1998.

sliši, da je MiFID Direktiva v bistvu Lamfalussy direktiva, ker je bila sprejeta v postopku, znanem kot Lamfalussy postopek sprejemanja in implementacije evropske zakonodaje.<sup>16</sup>

Slika št. 1: Štiri stopenjski postopek Lamfalussy sprejemanja evropske zakonodaje (1 – okvirna načela; 2 – izvedbeni ukrepi; 3 – sodelovanje pristojnih organov držav članic; 4 – uveljavljanje oz. implementacija)



Pristop Lamfalussy k sprejemanju evropske zakonodaje predvideva štiri stopenjski model odločanja in oblikovanja politike na določenem področju – v tem primeru na področju trga finančnih instrumentov (glej Sliko št. 1).

### 1.2.1 Faza 1: Okvirna načela

Na predlog Evropske komisije Svet EU in Evropski parlament sprejmeta okvirno direktivo. Sprejete rešitve in ukrepi naj bi bili na tej stopnji kar se da fleksibilni, tako da ne bi prihajalo do prepogostega spreminjanja tega osnovnega dokumenta.

V primeru ureditve trga finančnih instrumentov je bila 21. aprila 2004<sup>17</sup> sprejeta Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta

---

<sup>16</sup> Podroben opis postopka Lamfalussy je naveden v: Final report of the Committee of Wise Men (*Končno poročilo Odbora modrecev*), Februar 2001. Dostopno na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>17</sup> Kot zanimivost velja poudariti, da je bila Direktiva 2004/39/ES objavljena 30. aprila 2004, tj. en dan pred vstopom desetih novih članic v EU. V kolikor bi bila direktiva objavljena dan kasneje, bi morala biti prevedena v jezike vseh novih držav članic. Teža stroška so se takrat očitno želeli izogniti.

ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS<sup>18</sup>, ki predstavlja t. i. okvirno direktivo MiFID na 1. nivoju. Rešitvam in določbam MiFID direktive je posvečeno posebno poglavje, vendar velja na tem mestu omeniti tri bistvene novosti, ki jih je v primerjavi z ISD prinesla MiFID direktiva. Prvič, odpravila je pravilo koncentracije<sup>19</sup>, kar ima za posledico, da investicijska podjetja držav članic niso več zavezane posredovati naročil preko (nacionalne) borze v državi članici. Drugič, pravilo »enega potnega lista« (*single passport*) za investicijska podjetja, ki je bilo v osnovi vpeljano z ISD, je v MiFID direktivi dopolnjeno, tako da države gostiteljice nič več ne uporabljajo svojih lokalnih pravil poslovanja za tuja investicijska podjetja, ko so te že pridobile dovoljenje za opravljanje storitev v eni (in posledično) v vseh državah članicah.<sup>20</sup> V zameno za ukinitvev lokalnih standardov »obnašanja« so države članice zahtevale močnejša in stroga pravila poslovanja in organizacije na ravni celotne EU, kar predstavlja tretjo skupino sprememb, ki jih prinaša MiFID in o katerih bo govora v 4. poglavju.

### 1.2.2 Faza 2: Izvedbeni ukrepi

Drugi nivo zakonodajnega procesa Lamfalussy sestavlja direktiva in/ali uredba, ki podrobneje implementira rešitve iz okvirne direktive. Gre za neke vrste tehničen dokument, katerega praviloma pripravi Evropska komisija<sup>21</sup> v sodelovanju z odborom strokovnjakov z zadevnega področja in ki služi kot podlaga za implementacijo določb v praksi.

Leta 2001 je bil s sklepom Komisije št 2001/527/ES ustanovljen odbor nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU<sup>22</sup> (*Committee of European Securities Regulators*), ki je svetoval Evropski komisiji pri pripravi:

- Direktive Komisije 2006/73/ES<sup>23</sup> o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja

---

<sup>18</sup> UL L 145, 30. 04. 2004, str. 1.

<sup>19</sup> Gre za pravilo, da vse prodajne in nakupne aktivnosti vrednostnih papirjev potekajo preko organiziranega trga – borze. V ISD je bilo pravilo koncentracije predvideno kot opcija, a so ga sprejele mnoge države članice.

<sup>20</sup> Podrobneje o enotnem potnem listu v oddelku 2.2.2.

<sup>21</sup> Odločanje Komisije se v takem primeru izpelje po postopku imenovanem komitologija. Svet je na Komisijo s sklepom Sveta št. 1999/468/ES prenesel izvedbena (izvršna) pooblastila, ki jih ima po ustanovni pogodbi.

<sup>22</sup> Od 1. maja 2004 je Slovenija polnopravna članica Odbora, v katerem jo zastopa Agencija za trg vrednostnih papirjev.

<sup>23</sup> UL L 241, 02. 09. 2006, str. 26.



investicijskih podjetij ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive (v nadaljevanju: Izvedbena direktiva) in

- Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006<sup>24</sup> o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijska podjetja, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi (v nadaljevanju: Izvedbena uredba).

Navedena dokumenta detajlno urejata:

- Pogoje poslovanja investicijskih podjetij in s tem v zvezi tudi presojo primernosti posameznih investicijskih storitev ali produktov za posamezno kategorijo strank.
- Organizacijske zahteve investicijskih podjetij in trgov, kar vključuje funkcijo notranje revizije, upravljanja s tveganji ter »compliance« funkcijo.
- Poročanje o transakcijah, ki zajema poročanje pristojnim organom o vseh nakupnih in prodajnih transakcijah glede vseh finančnih instrumentov.
- Področje tržne preglednosti, ki se zahteva za trgovanje s finančnimi instrumenti in zajema obveznost zagotavljanja preglednosti pred trgovanjem in po trgovanju.

### **1.2.3 Faza 3: sodelovanje nadzornih organov**

Za tretji nivo procesa Lamfalussy je značilno tesno sodelovanje nadzornih institucij držav članic. Na področju finančnih instrumentov so se slednje 6. junija 2001 združile v Odbor nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR). V tej fazi je njihova naloga izdelati priporočila in nezavezujoče smernice, vse z namenom pospešiti pravilno implementacijo in uporabo določil zakonodaje, sprejete na 1. in 2. nivoju procesa Lamfalussy. Izdelava skupnih standardov je za investicijska podjetja pomembna tudi z vidika njihovega nadzora, saj se s tem, ko nadzorni organi držav članic sprejmejo skupna stališča, četudi neformalna in pravno nezavezujoča, povečuje pravna predvidljivost, ki je sestavni del pravne varnosti.

---

<sup>24</sup> UL L 241, 02. 09. 2006, str. 1.

CESR je v svojem programu za leto 2008<sup>25</sup> predvidel naslednje aktivnosti v povezavi s tretjo fazo procesa Lamfalussy implementacije MiFID:

- svetovanje Evropski komisiji, v kolikor bo Evropska komisija prosila CESR za pomoč;
- priprava najpogostejših vprašanj in odgovorov (CESR MiFID Q&A) v zvezi s praktičnimi vprašanji implementacije MiFID, ki jih postavljajo udeleženci trga finančnih instrumentov;
- izvajanje nadzora, in sicer z namenom pospešiti sodelovanje med nadzornimi organi držav članic in posledično odpravite morebitne ovire pri čezmejnem poslovanju investicijskih podjetij. V to kategorijo spada tudi izmenjava mnenj nadzornih organov o pomembnih temah, na katere so naleteli pri izvajanju svojih pristojnosti;
- nadaljevanje dela iz leta 2007, ki zajema tehnično sodelovanje pri uporabi MiFID zakonodaje, ki jo je Evropska komisija sprejela v t. i. 2. fazi postopka Lamfalussy. Gre predvsem za obveznost objave podatkov o tržni preglednosti (likvidne delnice, seznam sistematičnih internalizatorjev, itd).

#### **1.2.4 Faza 4: implementacija v praksi**

Zadnja faza zakonodajnega procesa Lamfalussy predstavlja skupni pristop k uveljavitvi določb Evropske zakonodaje (direktiv) v nacionalne pravne rede. Pomembno vlogo v tej fazi ima Evropska komisija, ki deluje kot skrbnik evropskih pogodb. Evropska komisija preverja pravilnost prenosa določb direktive v nacionalne pravne rede. V tej fazi se pričakuje tesno sodelovanje med zasebnim sektorjem in regulatorji držav članic ter Evropsko komisijo, ki je naslovnik za morebitne normativne nepravilnosti, ki so bile ugotovljene v praksi.<sup>26</sup>

### **1.3 ČASOVNI OKVIR SPREJEMANJA MiFID IN NJEN PRENOS V SLOVENSKI PRAVNI RED**

---

<sup>25</sup> Dokument št. CESR/07-704c Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) »CESR MiFID Level 3 Expert Group Workplan for Q4/2007-2008« (*Delovni načrt ekspertne skupine za tretji nivo za četrto četrtino obdobja 2007-2008*), 05.02.2008. Dokument je dostopen na spletni strani: ([http://www.cesr-eu.org/index.php?page=contenu\\_groups&id=53&docmore=1#doc](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1#doc)) (01.09.2008).

<sup>26</sup> Final report of the Committee of Wise Men (*Končno poročilo Odbora modrecev*), Februar 2001. Dostopno na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm) (01.09.2008).

### 1.3.1 Časovni okvir sprejemanja nove evropske ureditve trgov finančnih instrumentov

Začetek dolgotrajnega zakonodajnega procesa sprejemanja MiFID sega v november 2000, ko je Evropska komisija objavila komunikacijo št. COM(2000)729 z naslovom Nadgraditev direktive o investicijskih storitvah (*Upgrading the Investment Services Directive*). Sledil je dolgotrajen postopek usklajevanj in predlogov, tako da je bila **Direktiva 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov** sprejeta dne 21. aprila 2004, veljati pa je začela na dan objave v Uradnem listu EU, t. j. 30. aprila 2004. MiFID je v svojem 70. členu predvidevala transpozicijo določb direktive v nacionalne pravne rede v roku 24 mesecev od začetka veljavnosti direktive, torej do 30. aprila 2006.

Vendar so države članice in finančna industrija leta 2005 izrazile skrb, da pravočasen prenos določb MiFID ne bo možen, še posebej zato, ker je večji del tega roka namenjen pripravi potrebnih izvedbenih ukrepov (izvedbene direktive) za 17 določb MiFID, ki jih mora pripraviti Evropska komisija, brez katerih ni mogoče sprejeti dokončnih odločitev o operativnih korakih<sup>27</sup>, saj bodo natančni tehnični elementi predpisani šele v teh izvedbenih aktih.<sup>28</sup> Iz zgoraj navedenih razlogov je bila 5. aprila 2006 sprejeta **Direktiva 2006/31/ES**<sup>29</sup> Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov, ki je določila, da je rok za prenos določb MiFID v nacionalne pravne rede 31. januar 2007 ter da se direktiva MiFID začne uporabljati 1. novembra 2007<sup>30</sup>. Tako naj bi imele države članice 9-mesečni »vacatio legis« za tehnično implementacijo pravnih pravil v praksi.

Izvedbena akta, in sicer **Direktivo Komisije 2006/73/ES** o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih podjetij ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive ter **Uredbo Komisije (ES) št. 1287/2006** o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijska podjetja, poročanjem o transakcijah, tržno

---

<sup>27</sup> Uskladitev z MiFID od investicijskih družb zahteva pomembne in dolgotrajne spremembe tehnološke infrastrukture, IT programske opreme, sistemov za vodenje evidence in za poročanje. Poleg tega bi lahko bila podjetja prisiljena prilagoditi notranje politike in smernice za odnose s strankami, izločitev sredstev in reševanje navzkrižij interesov.

<sup>28</sup> Glej Predlog Direktive o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov z dne 02.06.2008. Dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).

<sup>29</sup> UL L 114, 27. 04. 2006, str. 60.

<sup>30</sup> S 1. novembrom je prenehala veljati tudi Direktiva 93/22/EGS o investicijskih storitvah.

preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi, je Komisija naposled sprejela 10. avgusta 2006, pri čemer je določila rok prenosa določb direktive v pravne rede držav članic do 31. januar 2007 in datum uporabe obeh izvedbenih aktov 1. november 2007.

V Sloveniji je trg vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov urejal Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)<sup>31</sup>. Z zadnjo novelo ZTVP-1B (Ur. l. RS, št. 28/2006) je bila opravljena uskladitev ureditve z ureditvijo v Direktivi 2003/71/ES o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje. Toda potrebna je bila nadaljnja uskladitev domače zakonodaje s še štirimi direktivami EU, in sicer:

1. z novima direktivama o kapitalskih zahtevah in upravljanju tveganja, in sicer 2006/48 in 2006/49/ES, v obsegu, v katerem se uporabljata za borzno posredniške družbe (investicijska podjetja),
2. z Direktivo 2004/109/ES o uskladitvi zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih in
- 3. z Direktivo 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov.**

### **1.3.2 Prenos direktive MiFID in izvedbene direktive v slovenski pravni red**

Prenos te ureditve v pravo Republike Slovenije je zahteval obsežnejše spremembe ključnih področij urejanja trga finančnih instrumentov, zaradi katerih bi bilo treba bistveno dopolniti ali spremeniti ureditev v skoraj vseh poglavjih tedaj veljavnega ZTVP-1. Da bi bila ureditev preglednejša, se je predlagatelj (Ministrstvo za finance) in kasneje zakonodajalec odločil, da se ta prenos namesto s spremembo sedanjega ZTVP-1 opravi z novim zakonom o trgu finančnih instrumentov.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Ur. l. RS, št. 51/2006 – uradno prečiščeno besedilo.

<sup>32</sup> Glej obrazložitev k Predlogu zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII).

Predlagatelj zakona je bilo Ministrstvo za finance, vendar so pri njegovi pripravi sodelovali tudi predstavniki naslednjih organizacij: Banka Slovenije, Klirinško depotna družbe, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Služba vlade RS za razvoj, Združenje bank Slovenije, Združenje članov borze vrednostnih papirjev, Združenje družb za upravljanje, Ministrstvo za gospodarstvo ter Slovensko zavarovalno združenje.

Slovenija je pri prenosu določb Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov in posledično Direktive Komisije 2006/73/ES zamujala, saj je Vlada Republike Slovenije predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov sprejela na svoji 119. seji dne 26. aprila 2007 in ga poslala v Državni zbor Republike Slovenije, ki ga je sprejel dne 12. julija 2007. Zakon je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 67/2007 z dne 27. 7. 2007. Veljati je začel dne 11. oktobra 2007.<sup>33</sup> V naš pravni red je prenesel vse določbe direktive MiFID, razen 66. člena, ki je bil prenesen z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B, Ur. l. RS, št. 92/2007), ki je stopil v veljavo dne 25. 10. 2007. Prenos določb Direktive Komisije 2006/73/ES v naš pravni red je bil prepuščen Agenciji za trg vrednostnih papirjev, ki je podzakonske akte sprejela dne 24. oktobra 2007 in jih objavila v Ur. l. RS, št. 106/2007 z dne 21. 11. 2007.

V Ur. l. RS, št. 100/2007 je bil dne 2. 11. 2007 objavljen popravek ZTFI, in sicer v delu, ki ureja uporabo zakona za banke (2. točka 1. odst. 33. člena ZTFI), v delu, ki definira matično državo članico izdajatelja v povezavi z obveznostjo objave in potrditve prospekta (1. odst. 38. člena ZTFI), ter v členu, ki govori o smiselni uporabi določb Zakona o bančništvu (ZBan-1)<sup>34</sup> za upravljanje s tveganji (6. odst. 193. člena ZTFI). Vsi popravki so zgolj jezikovno-tehnične (slovnične) narave in ne posegajo v vsebino določb zakona, za kar bi bilo sicer potrebno izpeljati zakonodajni postopek.

Vlada RS je dne 12. 6. 2008 Državnem zboru RS poslala v sprejem po nujnem postopku predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-A), ki ga je

---

<sup>33</sup> Večina določb ZTFI se je pričela uporabljati 1. novembra 2007. Začetek uporabe zakona je opredeljen v 589. členu ZTFI.

<sup>34</sup> Ur. l. RS, št. 131/2006 s spremembami.

Državni zbor RS na svoji seji dne 27. 6. 2008 tudi sprejel<sup>35</sup>. Predlagatelj (Ministrstvo za finance) je nujni zakonodajni postopek utemeljil s potrebo, da se preprečijo težko popravljive posledice za delovanje države, do katerih bi zaradi nesprejema predloga zakona lahko prišlo zaradi dejanskemu tržnemu stanju neprilagojenih nadzornih pooblastil nadzornih organov ter z nekaterimi težko popravljivimi posledicami na področju koncentracije lastništva ter nedopustnega usklajenega delovanja posameznih oseb v nekaterih gospodarskih družbah v Republiki Sloveniji.<sup>36</sup> Po mojem mnenju tovrstna utemeljitev ne ustreza namenu nujnega postopka, ki je v hitrem sprejemu zakona zaradi interesov varnosti ali obrambe države oziroma zaradi odprave posledic naravnih nesreč in tudi zaradi odprave nepopravljivih posledic za delovanje države.<sup>37</sup> Pojem nepopravljive posledice za delovanje države je v tem primeru preveč ekstenzivno interpretiran, saj je država s sedanjo ureditvijo normalno delovala, vmes pa ni prišlo do relevantnega dogodka, ki bi pomenil grožnjo delovanju države.

Vsebina novele ZTFI-A se nanaša predvsem na položaj Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP) in njenih uslužbencev. Pri izvrševanju nalog in pristojnosti kot tudi nadzora Agencije za trg vrednostnih papirjev so se v praksi pokazale nekatere resne pomanjkljivosti zakonskih določil ZTFI, ki otežujejo poslovanje in nadzor Agencije na trgu kapitala. ZTFI se tako dopolnjuje z namenom:

- zagotovitve samostojnega in neodvisnega položaja ATVP, katera v praksi zagotavlja dosledno izvajanje zakonskih določb ZTFI in ostale zakonodaje ter podzakonskih predpisov, za katere je pristojna;
- odprave nepreglednosti, nekonsistentnosti, nejasnih rešitev pri delovanju Agencije, ki kot take lahko privedejo do arbitriranja in nedefiniranja njenih pristojnosti in odgovornosti ter s tem tudi v nasprotje s temeljnimi mednarodnimi načeli in uveljavljenimi standardi na področju urejanja statusov regulatorjev oziroma nadzornikov trga vrednostnih papirjev;

---

<sup>35</sup> Ur. l. RS, št. 69/2008.

<sup>36</sup> Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86, z dne 13. junija 2008, (letnik XXXIV).

<sup>37</sup> Kaučič, Igor, Grad, Franc: Ustavna ureditev Slovenije, tretja spremenjena in dopolnjena izdaja, GV Založba, 2003, str. 207.

- omogočiti Agenciji samostojnost oziroma fleksibilnost tudi na področju kadrovanja in plačne politike.<sup>38</sup>

Poleg navedenih sprememb pa ZTFI-A vsebuje še tri pomembne spremembe drugega poglavja ZTFI, ki ureja Ponudbo vrednostnih papirjev javnosti in so posledica nedosledne implementacije Prospektne direktive ter praktičnih spoznanj. Te spremembe bodo obravnavane v oddelku 3.1.2.

#### 1.4 ŠE O PRAVNI NARAVI MiFID

V zvezi s prenosom določb MiFID ter izvedbene direktive v pravne rede držav članic se pojavlja vprašanje, ali za ti dve direktivi velja načelo maksimalne ali minimalne harmonizacije (*maximum/full or minimal harmonisation*). Načelo maksimalne harmonizacije pomeni, da države članice ne smejo v lokalni zakonodaji postavljati strožjih pravil oziroma višjih standardov, kot so določeni v direktivi. Glavna prednost tovrstnega pristopa je lažje doseganje rezultatov pri ustvarjanju enotnega notranjega trga. Pomanjkljivosti pa lahko pridejo do izraza, ko (če) ima določena država že zakonsko predviden nek višji standard, ki ga mora zaradi implementacije direktive znižati. Nasprotno, načelo minimalne harmonizacije oziroma določitve najnižjega skupnega imenovalca, ki je bilo do sedaj uveljavljeno predvsem v evropskem pravu potrošnikov<sup>39</sup>, predvideva, da evropska zakonodaja določi zgolj minimalne standarde, ki jih morajo upoštevati vse države članice. Uzakonitev višje ravni pravic, ugodnosti ali pravnega varstva je v suvereni pristojnosti vsake posamezne države članice.

V primeru direktive MiFID nobena njena določba ne govori o obvezni uporabi kateregakoli od dveh načel pri prenosu njenih določil v notranje pravne rede držav članic. S smiselno in vsebinsko razlago posameznih določb MiFID je mogoče zaključiti, da sta v uporabi oba principa. Načelo minimalne harmonizacije je vsebovano v 50. členu MiFID, ki določa pooblastila pristojnih nadzornih organov za opravljanje njihovih funkcij. »Njihova pooblastila se izvršujejo v skladu z nacionalnim pravnim redom in zajemajo **vsaj** pravice do...«<sup>40</sup> Države članice torej lahko v svoji zakonodaji določijo večja, dodatna pooblastila svojim nadzornim organom. MiFID

<sup>38</sup> Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86, z dne 13. junija 2008, (letnik XXXIV).

<sup>39</sup> Več o načelu maksimalne harmonizacije glej članek Širaj, Mitja: Nova direktiva o potrošniških kreditnih pogodbah. Pravna praksa, GV Založba, letnik 27, št. 4, 2008, str. 13-15.

<sup>40</sup> 2. odst. 50. člena MiFID.

v tem delu določa le minimalna pravila. Nasprotno pa v 24. členu MiFID predvideva načelo maksimalne harmonizacije, ko določa pravila za transakcije, izvedene s primernimi nasprotnimi strankami.<sup>41</sup> Zgolj za točno določene investicijske storitve, ki jih opravijo investicijska podjetja s primerno nasprotnimi strankami, investicijskim podjetjem ni potrebno izpolniti določenih obveznosti v zvezi z zagotovitvijo zaščite investitorjev.

Pri Izvedbeni direktivi je situacija nekoliko drugačna, saj je na splošno uveljavljeno načelo maksimalne harmonizacije, vendar z varovalko v 4. členu Izvedbene direktive. Države članice lahko zgolj izjemoma določijo dodatne zahteve v lokalnih zakonodajah pod pogojem, da to objektivno utemeljijo, da gre za sorazmerno določeno zahtevo ter da taka zahteva rešuje vprašanja varstva investitorjev ali celovitost trga, ki jih direktiva ni v zadostni meri naslovila. Dodatno mora biti tako tveganje pomembno glede na strukturo trga posamezne države članice ali pa mora nastati po začetku uporabe izvedbene direktive. O uporabi tega člena bo morala Evropska komisija poročati Svetu in Evropskemu parlamentu do 31. decembra 2009.<sup>42</sup>

## **1.5 TEORETIČNI OKVIR OPRAVLJANJA STORITEV V ZVEZI S FINANČNIMI INSTRUMENTI**

Trg finančnih instrumentov je pomemben del finančnega sistema, ki na eni strani zagotavlja izdajateljem pomemben finančni vir (kot alternativa bančnim kreditom), po drugi strani pa investitorjem predstavlja možnost naložbe kot alternativa bančnim denarnim depozitom. Storitve v zvezi s finančnimi instrumenti lahko torej opredelimo kot storitve, ki se opravljajo zaradi uresničitve interesa investitorjev v zvezi z njihovimi naložbami v finančne instrumente oziroma zaradi uresničitve interesov izdajateljev finančnih instrumentov v zvezi z izdajo (prvo prodajo) finančnih instrumentov (I).<sup>43</sup>

Storitve v zvezi s finančnimi instrumenti lahko delimo v dve skupini:

---

<sup>41</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 10 in 11.

<sup>42</sup> 4. člen Izvedbene direktive 2006/73/ES.

<sup>43</sup> Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga. GV Založba, 2004, str. 330.



- (a) storitve v zvezi s finančnimi instrumenti v ožjem pomenu (II), za katere je značilno, da se opravljajo neposredno za izdajatelje oziroma investitorje in da jih opravljajo investicijska podjetja,
- (b) storitve borze in drugih upravljavcev trgov finančnih instrumentov ter klirinškodopotnih družb (III), ki se opravljajo kot podpora za opravljanje storitev v zvezi s finančnimi instrumenti v ožjem smislu. Borze in drugi upravjalci trgov finančnih instrumentov ter klirinškodopotne družbe teh storitev ne opravljajo neposredno za izdajatelje oziroma investitorje, temveč jih opravljajo za njune člane – investicijska podjetja.<sup>44</sup>

Storitve v zvezi s finančnimi instrumenti v ožjem pomenu so lahko predmet nadaljnje delitve v splošne storitve v zvezi s finančnimi instrumenti (opravljajo se zaradi uresničitve interesa investitorja) ter v posebne storitve v zvezi s finančnimi instrumenti (opravljajo se zaradi uresničitve interesa izdajatelja). Pogosta je tudi delitev na glavne investicijske storitve (npr. gospodarjenje z vrednostnimi papirji) ter pomožne investicijske storitve (npr. vodenje računa nematerializiranih vrednostnih papirjev). Praviloma se med investicijske storitve prišteva tudi trgovanje s finančnimi instrumenti za lasten račun. Gledano strogo obligacijsko pravno, ta dejavnost (posel) nima pravne narave storitve. Med storitve spadajo namreč zgolj tisti posli, ki se jih nekdo zaveže opravljati za račun druge osebe.<sup>45</sup>

Borze in drugi upravljavci trgov finančnih instrumentov kot podporo investicijskim podjetjem opravljajo storitve v zvezi z organiziranim trgovanjem s finančnimi instrumenti. Po novem je mogoče, da kar investicijsko podjetje samo prevzame opravljanje te storitve, npr. kot upravljavec večstranskega sistema trgovanja (MTF), ki je ena izmed investicijskih storitev v ožjem pomenu. Klirinškodopotne družbe opravljajo storitve v zvezi z izpolnitvijo obveznosti iz poslov, sklenjenih na trgu, ter storitve v zvezi z vodenjem centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev. Na normativni ravni pa je sedaj urejena tudi možnost oziroma dolžnost borzoposredniške družbe voditi poddepo finančnih instrumentov strank z vsemi pravnimi posledicami, ki pri tem nastanejo.<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> Ibidem, str. 332 in 333.

<sup>45</sup> Ibidem, str. 333.

<sup>46</sup> Glej 247. člen ZTFI. Več in podrobneje o vodenju poddepoja v razdelku 4.3.7.1.2.

Omeniti velja še nekaj značilnosti pravnih razmerij, katerih predmet so storitve v zvezi s finančnimi instrumenti. Prvič, storitve v zvezi s finančnim instrumenti izvajajo osebe (investicijska podjetja), ki to delajo v okviru svoje dejavnosti. Imajo torej položaj profesionalnih oseb, dejanja katerih se skladno z 2. odst. 6. člena Obligacijskega zakonika (OZ)<sup>47</sup> presojuje po najvišjem kriteriju skrbnosti dobrega strokovnjaka. Okoliščina ali imajo te osebe v resnici potrebno strokovno znanje in izkušnje, v tem oziru ni pomembna. Nad osebami, ki izvajajo storitve v zvezi s finančnimi instrumenti, je potrebno vršiti nadzor (IV). V Sloveniji to nalogo opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev in v zelo omejenem obsegu Banka Slovenije. Drugič, področje trga finančnih instrumentov je urejeno s kogentnimi pravili. Država na ta način poskrbi za varovanje lastnih splošno gospodarskih interesov, kamor sodi tudi zakonito delovanje trga finančnih instrumentov. Tretjič, razmerje med investicijskim podjetjem in stranko (naročiteljem) ima značilnosti mandatne pogodbe, razmerje med njima je zaupno. Pri izvajanju storitve v zvezi s finančnimi instrumenti gre za obligacijo prizadevanja, v ospredju so naročiteljevi interesi, za varstvo katerih mora investicijsko podjetje stranko na primeren način obvestiti o vseh okoliščinah, ki bi lahko bile pomembne za odločitev stranke v zvezi s transakcijo. Četrto, pogodbe o storitvah v zvezi s finančnimi instrumenti so dvostranske in odplačne. Značilno zanje je, da se velikokrat sklepajo na podlagi splošnih pogojev poslovanja.<sup>48</sup>

Sklepno je mogoče ugotoviti, da gre pri opravljanju storitev v zvezi s finančnimi instrumenti za (pravni) odnos med **udeležencem trga finančnih instrumentov (investitor/izdajatelj)** in **investicijskim podjetjem**, pri čemer se investicijsko podjetje zaveže za uresničitev interesa udeleženca opraviti eno ali več **investicijskih storitev** v zvezi z enim ali več **finančnih instrumentov**.<sup>49</sup> Za izpeljavo večine izmed investicijskih storitev (ne vseh, kajti pri investicijskemu svetovanju niti upravljavec trga niti klirinškodpotna družba nista potrebna) sta potrebna še *upravljavec trga* ter institucija, ki poskrbi za poravnavo (izpolnitve obveznosti strank) posla in ki vodi finančne instrumente (*klirinškodpotna družba*). Slika št. 2 vsebuje shematski prikaz vseh potrebnih udeležencev trga finančnih instrumentov, ki sodelujejo pri

---

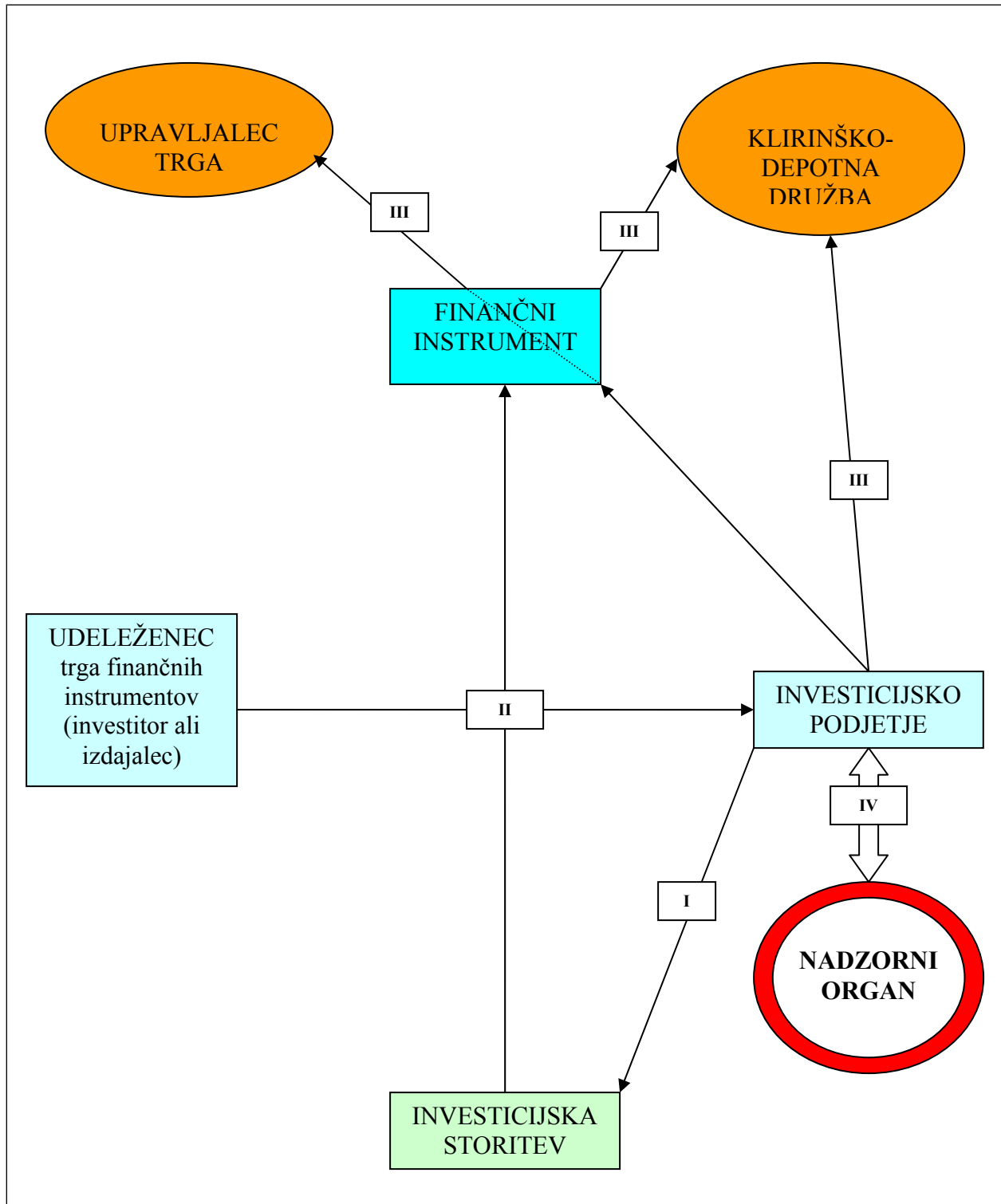
<sup>47</sup> Ur. l. RS, št. 83/2001 s spremembami.

<sup>48</sup> Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga. GV Založba, 2004, str. 366.

<sup>49</sup> Pojmi navedeni v tem podpoglavju so natančneje obravnavani v oddelkih 2.1.1 in 2.1.2.

izvajanju storitev v zvezi s finančnimi instrumenti, ter njihove medsebojne odnose, ki so bili predmet obravnave tega poglavja.

Slika št. 2: Shematski prikaz udeležencev trga finančnih instrumentov in njihovih odnosov



## 2 OSNOVNE ZNAČILNOSTI MiFID

### 2.1 PODROČJE UPORABE MiFID

#### 2.1.1 Rationae personae

Namen MiFID je zajeti podjetja (družbe), katerih redna dejavnost ali poklic je opravljanje investicijskih storitev in/ali investicijskih poslov<sup>50</sup> na profesionalni podlagi.<sup>51</sup> Njeno področje uporabe torej ne zajema oseb z drugačno poklicno dejavnostjo. Od investicijskih podjetij se za poklicno izvajanje investicijskih storitev/poslov kot redne dejavnosti ali posla zahteva predhodna pridobitev pristojnega organa matične države članice (V Sloveniji je to ATVP).<sup>52</sup> To dovoljenje je posledično pomembno tudi z vidika vzajemnega priznavanja in nadzora s strani matične države članice (t. i. passporting) pri čezmejnem poslovanju.<sup>53</sup>

Direktiva o investicijskih storitvah iz leta 1993 je investicijsko podjetje definirala kot vsako pravno osebo, katere redna dejavnost ali poslovanje je strokovno opravljanje finančnih *storitev* za tretje osebe.<sup>54</sup> MiFID prinaša spremenjeno definicijo investicijskega podjetja, in sicer gre za pravno osebo, katere redna dejavnost ali posel je poklicno opravljanje ene ali več investicijskih *storitev* za tretje stranke in/ali opravljanje enega ali več investicijskih *poslov*.<sup>55</sup> Prva pomembna razlika se kaže v enotnem obravnavanju investicijskih storitev in poslov, kar ima za posledico, da MiFID tudi poslovanje za svoj račun obravnava kot investicijsko storitev oziroma posel. Ta sprememba ima za posledico, da so družbe, ki opravljajo dejavnost, ki ni storitev, opredeljene kot investicijska podjetja, za katera se uporabljajo določbe MiFID (razen če ne zapadejo pod eno od mnogih izjem). Za storitev je namreč značilno aktivno ravnanje, ki pomeni opravljanje določenega posla za drugo osebo (naročnika). V primeru, da gre za obligacijsko pravno obveznost, katere izpolnitveno dejanje predstavlja storitev, izvajalec storitve opravlja storitev

---

<sup>50</sup> Izraz “investicijske storitve in posli” se zdi ustrežnejši od izraza “investicijske storitve in dejavnosti”, saj je dejavnost pojem statusnega gospodarskega prava in bi pod njega lahko šteli tudi opravljanje investicijskih storitev.

<sup>51</sup> Recital št. 7 k MiFID.

<sup>52</sup> 2. odst. 5. člena MiFID.

<sup>53</sup> 3. odst. 6. člena MiFID: »Dovoljenje je veljavno v celotni Skupnosti in investicijskemu podjetju dovoljuje, da opravlja storitve ali posle, za katere je pooblaščen, v celi Skupnosti prek ustanovitve podružnice ali s svobodnim opravljanjem storitev.«

<sup>54</sup> 2. odst. 1. člena ISD.

<sup>55</sup> 1. točka 1. odst. 4. člena MiFID. Pod določenimi pogoji iz tega člena je investicijsko podjetje lahko tudi fizična oseba.

zaradi uresničitve določenega interesa naročitelja.<sup>56</sup> Kot je bilo pojasnjeno v predhodnem poglavju, poslovanje za svoj (lasten) račun nima značilnosti storitve, česar so se zavedali tudi avtorji MiFID, saj skupaj obravnavajo investicijske storitve in investicijske posle.

Z novo (širšo) definicijo investicijskega podjetja se področje uporabe direktive, torej obveznost pridobitve dovoljenja, širi tudi na gospodarske družbe (ne izključno investicijska podjetja), ki imajo oddelek zakladništva, kateri posluje s finančnimi instrumenti za lasten račun družbe na profesionalni podlagi ter tako presežek denarnih sredstev družbe investira v finančne instrumente (predvsem kot del strategije upravljanja s tveganji).<sup>57</sup> S tega vidika so izjeme, določene v MiFID, še bolj pomembne kot tiste, določene v ISD.<sup>58</sup> Oddelke zakladništva imajo tudi investicijska podjetja in banke, kar ima (naj bi imelo) za posledico, da morajo tudi uslužbenci slednjih upoštevati pravila o vodenju poslov, ki jih določa MiFID (npr. izvršitev naročil pod najugodnejšimi pogoji, test primernosti in ustreznosti investicijskih storitev oziroma finančnih instrumentov itd.). Toda praviloma oddelki zakladništva poslujejo zgolj s pravnimi osebami, ki so po MiFID klasificirane kot primerne nasprotne stranke. Podrobnim izvajanjem o investicijski »storitvi« poslovanja za svoj račun po ZTFI in »poslih zakladništva« sta namenjena razdelka 3.1.1.2.1 in 4.3.5.2.1.

Direktiva MiFID v omejenem obsegu (zgolj nekateri člani) velja tudi za kreditne institucije, ki imajo dovoljenje v skladu z Direktivo 2006/48/ES (BCD), če opravljajo eno ali več investicijskih storitev in/ali investicijskih poslov<sup>59</sup> (v nadaljevanju: banke).<sup>60</sup> Poslovanje bank ter pravila o njihovi kapitalski ustreznosti urejata dve direktivi, in sicer:

- Direktiva 2006/48/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (UL L št. 177 z dne 30. junija 2006, str. 1) ter
- Direktiva 2006/49/ES o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (UL L št. 177 z dne 30. junija 2006, str. 201).

---

<sup>56</sup> Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga. GV Založba, 2004, str. 331.

<sup>57</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 33, 203 in 204.

<sup>58</sup> Glej izjemo od uporabe direktive MiFID določeno v točki (d), 1. odst. 2. člena MiFID.

<sup>59</sup> Pojem »kreditna institucija« je uporabljen kot skupni pojem za banko, hranilnico in družbo za izdajo elektronskega denarja (glej 3. odst. 13. člena ZBan-1).

<sup>60</sup> Glej 2. odst. 1. člena MiFID.

Med vzajemno priznanimi finančnimi storitvami, ki jih lahko opravlja banka, so tudi investicijske ter pomožne investicijske storitve in posli.<sup>61</sup> Za banko, ki nima dovoljenja za opravljanje teh storitev, direktiva MiFID ne velja.

V času sprejemanja MiFID je veljala še direktiva 2000/12/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (UL L št. 126, 26. 05. 2000, str. 1), katero je MiFID v svojem 68. členu spremenil v delu (Priloga I k direktivi 2000/12/ES), ki je urejala storitve in posle bank, tako da so po novem storitve in posli iz oddelka A in B Priloge I k MiFID, če se nanašajo na finančne instrumente iz oddelka C Priloge I »bančne direktive«, predmet vzajemnega priznavanja v skladu s to (»bančno«) direktivo. Direktiva 2006/48/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij je zgolj prevzela tako ureditev. To je pomembno z vidika zagotavljanja vzajemnega priznavanja izvajanja investicijskih storitev, svobode opravljanja investicijskih storitev oziroma poslov (predvsem opravljanja storitev ali poslov na ozemlju druge države članice) ter v zvezi s podružnicami, saj se v teh primerih, kot je navedeno spodaj, za banke uporabljajo pravila direktive BCD, za investicijska podjetja pa pravila MiFID.

Določila direktive MiFID, ki veljajo za banke, so naslednja:

<b>Člen/poglavje direktive MiFID</b>	<b>Kratek opis določbe/poglavja</b>
2. odst. 2. člena	Določa pravilo, da se pravice iz MiFID ne razširijo na zagotavljanje storitev kot pogodbeni stranka v transakcijah, ki jih izvajajo javna telesa v zvezi z upravljanjem javnega dolga ali člani Evropskega sistema centralnih bank.
11. člen	Določa pravilo o predhodnem preverjanju vsakega subjekta, ki želi dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev/poslov, da sodeluje v sistemu jamstva za terjatve vlagateljev.
13. člen	Določa organizacijske zahteve, kot npr. upravljanje s konflikti interesov, itd. <sup>62</sup>
14. člen	Določa dodatna (organizacijska) pravila glede trgovanja in zaključka transakcij v okviru MTF.

<sup>61</sup> Glej 15. točko 10. člena ZBan-1.

<sup>62</sup> Pri tem velja opozoriti na 8. odst. 13. člena.

<p>II. poglavje II. naslova, razen 2. pododst. 2. odst. 23. člena</p>	<p>Določa pogoje in pravila poslovanja investicijskih podjetij, vključujoč pravila za obvladovanje in upravljanje z nasprotij interesov, določbe za zaščito interesov vlagateljev, pravila glede obravnavanja in izvrševanja naročil strank, transakcij izvedenimi s primernimi pogodbenimi strankami, pravila o tržni preglednosti in integriteti, kot tudi pravila, ki zadevajo organizacijo MTF in poslovanje sistematičnih internalizatorjev, v povezavi z razkritjem informacij po trgovanju. Ne uporablja pa se določba glede dovoljenja vezanim zastopnikom (»tied agent«) za upravljanje z denarjem in/ali finančnimi instrumenti strank v imenu in na neomejeno odgovornost investicijskega podjetja.</p>
<p>III. poglavje II. naslova, razen od 2. odst. 31. člena do 4. odst. 31. člena, od 2. odst. 32. člena do 6. odst. 32. člena, 8. odst. 32. člena ter 9. odst. 32. člena</p>	<p>Določbe glede svobode opravljanja investicijskih storitev ter ustanavljanja podružnic se (kot obrazloženo zgoraj) za banke ne uporabljajo, pač pa zanje veljajo smiselno iste določbe direktive BCD.</p>
<p>Od 48. do 53. člena, 57., 61. in 62. člen</p>	<p>Določbe, ki urejajo imenovanje, pooblastila in postopke pravnega varstva pred pristojnimi organi, administrativne sankcije, pravico do pritožbe ter izvensodni mehanizem za pritožbe vlagateljev. Nadalje, za banke veljajo pravila sodelovanja pri nadzornih dejavnostih, preverjanju na kraju samem ali preiskavah, pooblastila držav članic gostiteljic ter previdnostni ukrepi, ki jih sprejmejo države članice gostiteljice.</p>
<p>1. odst. 71. člena</p>	<p>Za banke velja tudi prehodna določba, ki določa, da investicijska podjetja, ki so v svojih matičnih državah članicah pridobila dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev že pred uveljavitvijo MiFID, se šteje, da imajo, pod določenimi pogoji, taka dovoljenja za namene te direktive.</p>

Upoštevač strogo jezikovno razlago bi lahko prišli do zaključka, da izjeme od uporabe direktive MiFID, opredeljene v 1. odst. 2. člena MiFID, ne veljajo za banke, saj 2. odst. 1. člena med določbami, ki veljajo za banke, ne našteva tudi 1. odst. 2. člena MiFID. To bi pomenilo, da četudi

banka izpolnjuje pogoje za izjemo od uporabe MiFID, slednja zanjo vseeno velja, kar bi bilo absurdno in povsem nelogično. Iz tega razloga je veliko bolj smiselna interpretacija, da je člen MiFID, ki določa izjeme od njene uporabe, specialnejši od celotnega 1. člena direktive ter zato prevlada.<sup>63</sup>

Določbe MiFID se ne uporabljajo za kolektivne naložbene podjeme, ki vlagajo v prenosljive vrednostne papirje (UCITS), in družbe za upravljanje.<sup>64</sup> Seveda, v kolikor družba za upravljanje izvaja še kakšno drugo investicijsko storitev, npr. storitev investicijskega svetovanja ali gospodarjenja s finančnimi instrumenti, je skladno s 66. členom MiFID dolžna upoštevati nekatere določbe direktive MiFID, predvsem glede zahtevanega ustanovnega kapitala, organizacijskih zahtev določenih v 13. členu MiFID, ter pravila v zvezi z vodenjem poslov pri zagotavljanju investicijskih storitev za stranko.

Četudi zgleđa na prvi pogled izjema od uporabe MiFID glede investicijskih skladov UCITS jasna in enostavna, se je v praksi pojavilo vprašanje pravne obravnave t. i. registriranih skladov, katerih glavna značilnost je, da investicijske kupone skladov, ki so finančni instrumenti, vodi investicijsko podjetje ali banka v svojem imenu, a za račun strank preko svojega računa pri izdajatelju, ki vodi centralni depo investicijskih kuponov. Hkrati pa gre za pogodbeni prenos opravljanja druge storitve upravljanja investicijskih skladov, ki vključuje trženje investicijskih skladov, prodajo investicijskih kuponov in/ali administrativne storitve, na drugo pravno osebo z izrecnim pooblastilom, kar je v skladu direktivo UCITS<sup>65</sup>. Več kot očitno gre za kolizijo direktive MiFID (vodenje poddepoja finančnih instrumentov) in direktive UCITS (opravljanje storitev trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov). Argumenti za prevlado enega ali drugega koncepta bodo predstavljeni v okviru skrbniških storitev v zvezi s finančnimi instrumenti (razdelek: 4.3.7.1.2), saj je bilo potrebno določbe obeh direktiv prenesti v slovenski pravni red.

---

<sup>63</sup> Tako tudi Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 35.

<sup>64</sup> Glej točko (h) 1. odst. 2. člena MiFID.

<sup>65</sup> Direktiva Sveta 85/611/EGS z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje z vsemi spremembami (direktiva UCITS), UL L 375, 31. 12. 1985, str. 3–18. Prečiščeno besedilo direktive UCITS je dostopno na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:SL:NOT> (01.09.2008).



## 2.1.2 Rationae materiae

### 2.1.2.1 Investicijske storitve in posli

Direktiva MiFID se ne uporablja, v kolikor družba ne izvaja oziroma nima dovoljenja za opravljanje vsaj ene taksativno našteje investicijske storitve ali posla<sup>66</sup>. Investicijske storitve in posli so katere koli od storitev in poslov s seznama iz oddelka A Priloge I v zvezi s katerim koli od instrumentov s seznama iz oddelka C Priloge I.<sup>67</sup> Ta definicija je pomembna iz dveh razlogov, in sicer ker določa okvir, ko se zahteva predhodna pridobitev dovoljenja za opravljanje teh storitev, ter tudi zato, ker definira domet mnogih določb MiFID, ki se uporabljajo zgolj za investicijsko podjetje, ki izvaja investicijske storitve in posle ali pomožne storitve.

V nadaljevanju so v Tabeli št. 1 prikazane investicijske storitve in posli ter pomožne storitve po MiFID v primerjavi s tistimi, določenimi v ISD. V temeljih je klasifikacija ostala enaka. Verjetno glavno razliko z največjimi posledicami v praksi<sup>68</sup> predstavlja vključitev investicijskega svetovanja med (glavne) investicijske storitve, saj je bila prej ta storitev klasificirana kot pomožna storitev. Direktiva MiFID vsebuje tudi povsem novo investicijsko storitev, in sicer upravljanje večstranskega sistema trgovanja (MTF). Ne nazadnje pa na definicijo investicijskih storitev in poslov vpliva tudi določitev finančnih instrumentov (*glej zgoraj*), tako da je MiFID z vključitvijo izvedenih finančnih instrumentov (v bistvu gre za »nefinančne« instrumente), ki se lahko poravnajo fizično pod pogojem, da so predmet trgovanja na organiziranem trgu in/ali MTF, ter nekaterih drugih finančnih instrumentov v zvezi z blagom (*glej spodaj*), precej razširil definicijo investicijskih storitev in poslov.<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Pojem investicijske storitve in posla je opredeljen v Oddelku A, Priloge I »Seznam storitev in dejavnosti ter finančnih instrumentov« k MiFID. O razliki med pojmom »storitev« in »posel« in njeni relevantnosti glej podpoglavje 1.5.

<sup>67</sup> 2. točka 1. odst. 4. člena MiFID.

<sup>68</sup> Z največ praktičnimi posledicami zato, ker morajo sedaj investicijske družbe, ki izvajajo storitev investicijskega svetovanja, izpolniti pogoje in za opravljanje te storitve pridobiti dovoljenje nadzornega organa. Za pregled natančnejših implikacij te in drugih sprememb v zvezi z definicijami investicijskih storitev in poslov glej poglavja od 2.5. do 2.7. v knjigi Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007.

<sup>69</sup> Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 37.

Bistvo pomožnih (investicijskih) storitev je, da MiFID od investicijskih podjetij ne zahteva predhodne pridobitve dovoljenja za opravljanje pomožnih storitev<sup>70</sup>, a lahko slednja vseeno koristijo prednosti enotnega potnega lista znotraj Enotnega gospodarskega prostora (EGP). Pomožne storitve se lahko opravljajo samo skupaj z investicijskimi storitvami in/ali posli.<sup>71</sup> S tem v zvezi velja poudariti, da investicijsko podjetje ne more biti pooblaščen zgolj za opravljanje pomožnih storitev, saj se dovoljenje, skladno s 1. odst. 6. člena MiFID, ne izda **samo** za izvajanje pomožnih storitev. Zgoraj navedeno seveda ne pomeni, da investicijskemu podjetju, ki ima dovoljenje po MiFID in ki izvaja pomožne storitve, ni potrebno spoštovati enakih pravil, kot če bi izvajalo investicijske storitve in/ali posle. Tako mora investicijsko podjetje strankam še vedno zagotavljati ustrezno varstvo pred nasprotji interesov in se obnašati pošteno, pravično in profesionalno v skladu z najboljšimi interesi strank<sup>72</sup>.

Tabela št. 1: Primerjava investicijskih storitev in poslov ter pomožnih storitev po MiFID in ISD<sup>73</sup>

<b>MiFID</b>	<b>ISD</b>
<u>Oddelek A: Investicijske storitve in posli</u>	<u>Oddelek A: Storitve</u>
(1) Sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti.	1. (a) Sprejem in posredovanje naročil za račun vlagateljev za enega ali več instrumentov, navedenih v oddelku B.
(2) Izvajanje naročil v imenu strank.	1. (b) Izvedba takšnih naročil, ki niso za lastni račun.
(3) Poslovanje za lastni račun.	2. Trgovanje s katerim koli od instrumentov, naštetih v oddelku B, za lastni račun.
(4) Upravljanje portfeljev.	3. Upravljanje portfeljev naložb s preudarkom v skladu s pooblastili za posamezne vlagatelje, če ti portfelji vključujejo enega ali več instrumentov, naštetih v oddelku B.
(5) Investicijsko svetovanje. <i>Ta storitev je bila v ISD uvrščena med stranske (pomožne) storitve, po MiFID pa spada med investicijske storitve.</i>	<i>Ta storitev je bila v ISD uvrščena med stranske (pomožne) storitve, po MiFID pa spada med investicijske storitve.</i>
(6) Izvedba prodaje primarne izdaje finančnih	4. Izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa

<sup>70</sup> Glej 1. odst. 5. člena MiFID.

<sup>71</sup> 1. odst. 31. člena in 1. odst. 32. člena MiFID.

<sup>72</sup> Glej 19. člen MiFID.

<sup>73</sup> Tabela je povzeta in prirejena po tabeli v Dokumentu Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Passporting under MiFID« (Potni list v MiFID), Priporočila za implementacijo Direktive 2004/39/ES, maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).

instrumentov in/ali plasiranje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa. (7) Plasiranje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa.	izdaj vseh instrumentov, naštetih v oddelku B, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani in/ali plasiranje teh izdaj.
(8) Upravljanje večstranskega sistema trgovanja (MTF).	Nova storitev oziroma posel.
<u>Oddelek B: Pomožne storitve</u>	<u>Oddelek C: Stranske storitve</u>
(1) Hramba in upravljanje finančnih instrumentov za račun strank, vključno s skrbništvom in sorodnimi storitvami, kot je upravljanje gotovine/zavarovanja.	1. Hramba in vodenje evidenc v zvezi z enim ali več instrumenti, naštetimi v oddelku B. 2. Storitve skrbništva.
(2) Odobravanje posojil vlagatelju, da bi ta lahko opravil eno ali več transakcij s finančnimi instrumenti, če je družba, ki odobri posojilo, vpletena v transakcijo.	3. Dajanje kreditov ali posojil vlagateljem za izvedbo transakcije z enim ali več instrumenti, naštetimi v oddelku B, če je podjetje, ki odobri kredit ali posojilo, vključeno v transakcijo.
(3) Svetovanje podjetjem glede kapitalske strukture, industrijske strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združevanji in nakupi podjetij.	4. Svetovanje podjetjem o kapitalski strukturi, panožni strategiji in s tem povezanimi zadevami in svetovanje ter storitve povezane z združitvami in nakupi podjetij.
(4) Menjalniške storitve, če so povezane z opravljanjem investicijskih storitev.	7. Devizne storitve, kadar so te povezane z opravljanjem finančnih storitev.
(5) Investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s transakcijami s finančnimi instrumenti.	<i>(Nova pomožna storitev.)</i>
(6) Storitve v zvezi z izvedbo prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa.	5. Storitve v zvezi z izvedbo prvih prodaj z obveznostjo odkupa.
(7) Investicijske storitve in posli ter pomožne storitve vrst, zajetih v oddelek A ali B Priloge I, ki zadevajo podlago izvedenih finančnih instrumentov iz oddelka C – 5, 6, 7 in 10 – če so povezane z opravljanjem investicijskih ali pomožnih storitev.	<i>(Nova pomožna storitev.)</i>
<i>(Glej zgoraj investicijsko storitev pod točko (5).)</i>	6. Finančno svetovanje v zvezi z enim ali več instrumenti, navedenimi v oddelku B.

### 2.1.2.2 Finančni instrumenti

Večjo spremembo v primerjavi z ISD je direktiva MiFID prinesla pri definiranju finančnih instrumentov, za katere se direktiva uporablja. Sedaj so pod domet MiFID izrecno vključeni tudi izvedeni finančni instrumenti v zvezi z blagom in drugi izvedeni »nefinančni« instrumenti. Poleg tega pa direktiva velja tudi za izvedene finančne instrumente za prenos kreditnih rizikov in

finančne pogodbe na razlike (*financial contracts for differences*). V spodnji Tabeli št. 2 so navedeni vsi finančni instrumenti, ki so naštet v Oddelku C Priloge I MiFID, za primerjavo pa tudi finančni instrumenti določeni v ISD. Vendar zgolj poznavanje definicij finančnih instrumentov, kot so naštet v spodnji tabeli in Oddelku C Priloge I MiFID ne zadošča za vsakodnevno poslovanje s tovrstnimi instrumenti, saj nekateri pojmi, kot npr. blago, v MiFID niso dorečeni niti področja na katera se nanašajo izvedeni »nefinančni« instrumenti, niso izčrpno napisana.

Zato je potrebno za ustvaritev celotne slike o obsegu finančnih instrumentov, ki jih zajema MiFID, upoštevati tudi Izvedbeno uredbo, ki določa, da »blago« pomeni kakršno koli blago zamenljivega značaja, ki ga je možno izročiti, vključno s kovinami ter njihovimi rudami in zlitinami, kmetijskimi proizvodi in viri energije, kot je električna energija.<sup>74</sup> Toda pojem blaga ne vključuje storitev in drugih predmetov, ki niso blago, kot so valute ali nepremičninske pravice, ali ki so v celoti neopredmeteni.<sup>75</sup> Še bolj podrobna je Izvedbena uredba v delu, ki govori o spremenljivkah na katere se pogodbe na izvedene (ne)finančne instrumente iz 10. točke Oddelka C Priloge I MiFID lahko nanašajo. Primeroma navedeno, gre za področja telekomunikacijske pasovne širine, zmogljivosti shranjevanja blaga, prenosne ali transportne zmogljivosti v zvezi z blagom, ne glede na to, ali so to kabelske, omrežne ali druge zmogljivosti, ipd.<sup>76</sup> Ne glede na to, da je spekter spremenljivk, na katere se nanašajo pogodbe na izvedene finančne instrumente, izredno širok, pa med te spremenljivke ne spada npr. rezultat športne tekme ali volilni rezultat.<sup>77</sup>

Da odločitev, ali gre za finančni instrument v smislu MiFID, ni vedno enostavna, priča tudi primer iz prakse, in sicer ali je »strukturirani depozit« z zajamčeno glavnico finančni instrument v smislu MiFID. Tehnično gledano gre za depozitno pogodbo, s katero se stranka zaveže položiti, banka pa sprejeti določen denarni znesek, katerega izplačilo stranki v prihodnosti je odvisno bodisi od gibanja indeksa košarice vrednostnih papirjev bodisi kakšne druge spremenljivke, katere vrednost v naprej ni znana. Ne glede na vrednost spremenljivke ob dospelosti depozita

---

<sup>74</sup> 1. odst. 2. člena Izvedbene uredbe.

<sup>75</sup> Glej Recital št. 26 k Izvedbeni uredbi.

<sup>76</sup> 39. člen Izvedbene uredbe.

<sup>77</sup> Dokument Evropske Komisije Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 180.1 v zvezi s točko (9) Oddelka C Priloge I MiFID, z dne 17.01.2008, str. 127. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

banka jamči za izplačilo glavnice. Teoretično bi šlo lahko za finančne pogodbe na razliko (*financial contracts for differences*), vendar ima tovrsten posel vse znake depozita, vključno s tem, da stranka ob koncu dobi (vsaj) enak denarni znesek, kot ga je položila na depozitni račun, zato sem mnenja, da v primeru strukturiranega depozita z zajamčeno glavnico ne gre za finančni instrument v smislu MiFID, ampak za klasičen depozit. Še več, menim, da četudi bi šlo za finančni instrument v smislu MiFID, tovrsten posel še vedno ne bi zapadel pod domet MiFID, saj sklepanje depozitnih pogodb ne spada pod nobeno od investicijskih storitev ali poslov, kot jih definira direktiva. Podobnega mnenja je v svojih odgovorih tudi Evropska komisija, ki pravi, da v primeru pogodb, ko je denar položen na račun in je banka ob dospelosti dolžna vrniti enako količino denarja (torej ko gre za depozit kot je definiran v 1035. členu Zakona o obligacijskih razmerjih<sup>78</sup>) ter so obresti na ta znesek odvisne od gibanja neke spremenljivke, ne gre za finančni instrument v smislu MiFID. Na splošno velja, da opcija, vključena v depozit (kot na primer specifična struktura obrestne mere), še ne spremeni depozita v finančni instrument. Evropska komisija pa še dodaja, da v primeru, ko banka ali katerokoli drugo investicijsko podjetje izda obveznice, certifikat na depozit ali drug vrednostni papir, ki vsebujejo izvedeni finančni instrument, gre za prenosljivi vrednostni papir v smislu MiFID.<sup>79</sup> Za finančni instrument gre tudi v primeru depozita, ki vključuje derivativ, pri čemer vračilo glavnice ni zajamčeno.<sup>80</sup>

Tabela št. 2: Primerjava finančnih instrumentov, kot so določeni v MiFID in v ISD<sup>81</sup>

MiFID	ISD
(1) Prenosljivi vrednostni papirji.	1. (a) Prenosljivi vrednostni papirji.
(2) Instrumenti denarnega trga.	2. Instrumenti denarnega trga.
(3) Enote v kolektivnih investicijskih podjetjih	1. (b) Enote kolektivnih naložbenih podjetij.
(4) Opcije, terminske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane terminske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v	3. Finančne terminske pogodbe, vključno z enakovrednimi denarno poravnanimi instrumenti.

<sup>78</sup> Ur. l. SFRJ, št. 29/1978 s spremembami.

<sup>79</sup> Dokument Evropske Komisije Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 127 v zvezi s točko (9) Oddelka C Priloge I MiFID, z dne 19.11.2007, str. 126 in 127. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>80</sup> Ibid, vprašanje št. 118 z dne 21.02.2008, str. 44 in 45.

<sup>81</sup> Tabela je povzeta in prirejena po tabeli v Dokumentu Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Passporting under MiFID« (*Potni list v MiFID*), Priporočila za implementacijo Direktive 2004/39/ES, maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).

<p>zvezi z vrednostnimi papirji, valutami, obrestnimi merami ali donosi ali drugi izvedeni finančni instrumenti, finančni indeksi ali finančni ukrepi, ki jih je mogoče poravnati fizično ali v gotovini.</p>	<p>4. Terminalske obrestne pogodbe. 5. Obrestne, valutne in kapitalske zamenjave. 6. Opcije za pridobitev ali odsvojitve katerega koli od instrumentov, ki spadajo v ta oddelek Priloge, vključno enakovrednimi denarno poravnanimi instrumenti. Ta vrsta vključuje zlasti opcije na valuto in na obrestne mere.</p>
<p>(5) Opcije, terminalske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane terminalske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki morajo biti poravnani v gotovini ali so lahko poravnani v gotovini po izbiri ene od strank (drugače kot zaradi neizpolnitve obveznosti ali drugega razloga za prenehanje).</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>
<p>(6) Opcije, terminalske pogodbe, menjalni posli in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki se lahko poravnajo fizično, pod pogojem, da so predmet trgovanja na reguliranem trgu in/ali MTF.</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>
<p>(7) Opcije, standardizirane terminalske pogodbe, menjalni posli, terminalske pogodbe in katere koli druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki se lahko poravnajo fizično in sicer niso navedene pod C.6 in nimajo komercialnih namenov ter imajo značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov, ob upoštevanju, ali se, med drugim, obračunavajo in poravnajo prek priznanih klirinških hiš ali so predmet rednih pozivov k doplačilu.</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>
<p>(8) Izvedeni finančni instrumenti za prenos kreditnih rizikov.</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>
<p>(9) Finančne pogodbe na razlike.</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>
<p>(10) Opcije, terminalske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane terminalske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi s spremenljivkami ozračja, prevoznimi stroški, dovoljenji za izdajanje ali stopnjami inflacije ali drugi uradni ekonomski statistični podatki, ki morajo biti poravnani v gotovini ali se lahko poravnajo v gotovini po izbiri ene od strank (drugače kot zaradi neizpolnitve obveznosti ali drugega razloga za prenehanje), ter katera koli druga pogodba na</p>	<p><i>(Nov finančni instrument.)</i></p>

<p>izvedene finančne instrumente v zvezi s sredstvi, pravicami, obveznostmi, indeksi in ukrepi, ki sicer ni navedena v tem oddelku in ki ima značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov, ob upoštevanju, ali so, med drugim, predmet trgovanja na reguliranem trgu ali MTF, se obračunavajo in poravnavajo prek priznanih klirinških hiš ali so predmet rednih pozivov k doplačilu.</p>	
--	--

### 2.1.3 Rationae teritorii

Direktiva MiFID in seveda izvedbena uredba ter direktiva veljajo na ozemlju Evropskega gospodarskega prostora (EGP), ki ga sestavlja sedemindvajseterica držav EU ter Norveška, Islandija in Liechtenstein. Ob tem velja opozoriti na sicer očitno dejstvo, da (ne)uporaba MiFID ni odvisna od dejstva, iz katere države prihaja stranka (investitor), ampak kje je sedež investicijskega podjetja ali podružnice, ki opravlja investicijske storitve ali posle. Družba izven območja EGP (npr. iz Švice) lahko opravlja investicijske storitve in posle v državi članici EGP na enega izmed naslednjih treh načinov. Prvič, ustanovi lahko investicijsko podjetje, ki pridobi dovoljenje nadzornega organa države članice in je v popolnoma enakem položaju kot vsa preostala investicijska podjetja v tej državi članici. Drugič, taka družba se lahko odloči za čezmejno poslovanje (*cross-border*) bodisi iz tretje države bodisi preko podružnice v kateri od držav članic. Tretjič, (investicijska) družba lahko ustanovi podružnico v eni izmed držav članic, četudi pravica do ustanavljanja in svoboda opravljanja storitev, kot sta opredeljeni v 43. in 49. členu Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti<sup>82</sup>, veljata le za državljane držav članic, kar pomeni le za družbe, ustanovljene na ozemlju ene izmed držav članic. S tega vidika je pomemben Recital št. 28 k MiFID, ki določa, da postopki za izdajo dovoljenj podružnicam investicijskih podjetij, ki so dovoljenja pridobila v tretjih državah, v Skupnosti, bi morali za taka podjetja veljati še naprej. Take podružnice ne bi smele imeti svobode opravljanja storitev v skladu z drugim odstavkom 49. člena PES ali pravice do ustanovitve v državah članicah, razen v tisti, v kateri so ustanovljene. Za primere, ko Skupnost ni zavezana z nobenimi dvostranskimi ali večstranskimi obveznostmi, je ustrezno določiti postopek za zagotovitev, da so investicijska podjetja iz Skupnosti deležna vzajemnega obravnavanja v zadevnih tretjih državah. Cilj take ureditve je preprečiti bolj ugodno obravnavanje podružnic družb izven EGS kot tistih, ki jih

<sup>82</sup> Pogodba o ustanovitvi evropske skupnosti, UL C 321, 29. 12. 2006 (prečiščeno besedilo).

ustanovijo družbe znotraj EGP. Več o tem ali investicijska podjetja tretjih držav in njihove podružnice, ki opravljajo investicijske storitve na ozemlju EGP, zapadejo pod ureditev v direktivi MiFID, je navedeno v nadaljevanju v oddelku 2.2.2.

#### **2.1.4 Rationae temporis**

Skladno z njenim 72. členom je direktiva MiFID stopila v veljavo z dnem objave v Uradnem listu EU, tj. 30. aprila 2004. Države članice so morale določbe MiFID prenesti v nacionalne pravne rede do 31. januarja 2007.<sup>83</sup> Temu je sledila devet mesečna vakacijska doba, tako da je direktiva MiFID (ter implementacijska uredba in direktiva) pričela učinkovati s 1. novembrom 2007. S tem dnem je bila tudi v celoti razveljavljena Direktiva 93/22/EGS o investicijskih storitvah in od tega datuma dalje se vsa sklicevanja na Direktivo 93/22/EGS oziroma na pogoje iz te direktive štejejo za sklicevanja na MiFID.

Ta oddelek lahko sklenemo z ugotovitvijo, da so za definiranje področja uporabe direktive MiFID odločilni naslednji štirje dejavniki:

- investicijske storitve in posli, kot so definirani v MiFID;
- finančni instrumenti, kot so definirani v MiFID
- finančne institucije, za katere se direktiva uporablja;
- teritorialna lokacija finančnih institucij, ki opravljajo investicijske storitve in posle.

V kolikor so podani vsi štirje zgoraj navedeni dejavniki skladno z MiFID, potem ni dvoma, da se direktiva MiFID za določen subjekt ali storitev uporablja, razen če gre za katero izmed izjem<sup>84</sup>, ki so navedene zlasti v 1., 2. in 3. členu MiFID.

---

<sup>83</sup> Več o časovnem poteku sprejema MiFID ter časovnem okviru prenosa določb v slovenski pravni red v oddelku 1.3.1.

<sup>84</sup> Tudi v primeru MiFID se izjeme od uporabe MiFID ozko razlagajo, na kar opozarja tudi Evropska Komisija v svojih odgovorih v dokumentu Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 185.3 v zvezi z določbo točke (b) prvega odstavka 2. člena MiFID, z dne 05.08.2008, str. 24 in 25. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).



## 2.2 PRIDOBITEV DOVOLJENJA, POTNI LIST, PODRUŽNICE

### 2.2.1 Pridobitev dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov

Predhodna pridobitev dovoljenja za poklicno izvajanje investicijskih storitev ali poslov kot redne dejavnosti je nujen predpogoj, ki ga mora investicijsko podjetje izpolniti, v kolikor sploh želi opravljati investicijske storitve ali posle. Ker je trg finančnih instrumentov visoko reguliran trg, mora investicijsko podjetje za pridobitev takega dovoljenja izpolniti kar nekaj pogojev. Obenem pa dovoljenje prinaša tudi ugodnosti potnega lista, ki so opisane v naslednjem oddelku.

Glavne zahteve, ki jih postavlja direktiva MiFID za pridobitev dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev ali poslov, je mogoče strniti v naslednje točke:

- Investicijsko podjetje mora imeti svojo glavno upravo v isti državi članici kot registrirani sedež.<sup>85</sup>
- Kot že omenjeno, dovoljenja zgolj za izvajanje pomožnih storitev ni mogoče pridobiti.<sup>86</sup> Družba, ki izvaja samo pomožne storitve, ni investicijsko podjetje v smislu MiFID, zato lahko svojo storitev opravlja v skladu z nacionalno zakonodajo brez predhodne pridobitve dovoljenja pristojnega organa, a tudi ne uživa prednosti potnega lista. Pomožne storitve so predmet dovoljenja in direktive MiFID samo, če investicijsko podjetje pridobi dovoljenje za vsaj eno investicijsko storitev ali posel.
- Pristojen organ izda dovoljenje šele, ko je v celoti prepričan, da prosilec izpolnjuje vse zahteve v skladu s prepisi, sprejetimi na podlagi MiFID. Pristojen organ o zahtevku odloči v roku šestih mesecev od vložitve popolnega zahtevka.<sup>87</sup>
- V kolikor investicijsko podjetje izdanega dovoljenja v dvanajstih mesecih ne uporabi ali če v zadnjih šestih mesecih ni opravilo nobenih investicijskih storitev ali poslov, lahko pristojni organ takemu investicijskemu podjetju odvzame izdano dovoljenje.<sup>88</sup> Do prenehanja dovoljenja ne pride po samem zakonu (*ex lege*), ampak je za njegov odvzem potrebna odločba pristojnega organa. Mogoč je tudi delen odvzem dovoljenja, in sicer

---

<sup>85</sup> 4. odst. 5. člena MiFID.

<sup>86</sup> 1. odst. 6. člena MiFID.

<sup>87</sup> 7. člen MiFID.

<sup>88</sup> 8. člen MiFID. Glej tudi določbo 17. člena Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano).

zgolj za tiste investicijske storitve ali posle, ki jih družba ni opravila v navedenem časovnem okviru.<sup>89</sup>

- Po vzoru bančnega poslovanja<sup>90</sup> se je tudi na področju delovanja investicijskih podjetij vzpostavilo načelo »štirih oči«, saj morata vodenje investicijskega podjetja prevzeti vsaj dve osebi, ki sta dovolj ugledni in dovolj izkušeni, da poskrbita za zdravo in skrbno vodenje investicijskega podjetja.<sup>91</sup>
- Vsako investicijsko podjetje mora biti tudi vključeno v sistem jamstva za terjatve vlagateljev.<sup>92</sup> Ta pogoj ni nov in je prenesen iz Direktive 97/9/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. marca 1997 o odškodninskih shemah za vlagatelje.<sup>93</sup>
- Ustanovni osnovni kapital investicijskega podjetja mora ustrezati določbam Direktive 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovano).<sup>94</sup>

Države članice pa se **lahko** odločijo, da investicijskemu podjetju dovolijo imenovanje t. i. vezanih zastopnikov<sup>95</sup> (*tied agents*) za namen spodbujanja storitev investicijskega podjetja, potegovanja za posle ali sprejemanja naročil od strank in njihovega posredovanja, plasiranja finančnih instrumentov in svetovanja v zvezi s takimi finančnimi instrumenti ter storitvami, ki jih ponuja investicijsko podjetje. V primeru imenovanja odvisnih borznoposredniških zastopnikov se zahteva za pridobitev dovoljenja ne uporablja.<sup>96</sup> Glavna značilnost odvisnega borznoposredniškega zastopnika je ta, da slednji opravlja storitve pod neomejeno in brezpogojno odgovornostjo enega samega investicijskega podjetja. Investicijsko podjetje ima lahko več odvisnih borznoposredniških zastopnikov, vendar lahko posamezen odvisni borznoposredniški zastopnik deluje zgolj za eno investicijsko podjetje. Odvisni borznoposredniški zastopniki morajo

---

<sup>89</sup> Glej stališče Evropske Komisije v Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 117.2 v zvezi z določbo točke (a) 8. člena MiFID, z dne 18.09.2007, str. 52 in 53. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>90</sup> Prim. 11. člen Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano).

<sup>91</sup> 9. člen MiFID.

<sup>92</sup> 11. člen MiFID. Več o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev glej v oddelku 3.1.10.

<sup>93</sup> UL L 84, 26.3.1997, str. 22-31.

<sup>94</sup> 12. člen MiFID.

<sup>95</sup> Izraz »tied agent« je v slovenskem prevodu direktive preveden kot »vezani zastopnik«. V ZTFI je uporabljen pojem »odvisni borznoposredniški zastopnik«, ki se mi zdi vsebinsko primernejši in ga zato uporabljam v tem delu.

<sup>96</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 73.

biti registrirani v javnem registru države članice, kjer so ustanovljeni. Preden začnejo poslovati s stranko, morajo pojasniti, v kakšnem svojstvu delujejo.<sup>97</sup>

Omeniti velja še možnost, da nadzorni organ izda dovoljenje za opravljanje nekaterih investicijskih storitev in/ali poslov, vendar v njem omeji izvajanje teh storitev zgolj na **nekatero** izmed finančnih instrumentov, navedenih v MiFID. Toda to ne pomeni, da v primeru, ko investicijsko podjetje **občasno** (ne v okviru redne dejavnosti) opravlja eno ali več investicijskih storitev in/ali poslov, za katere njegovo dovoljenje ne velja, da bi morale pridobiti dodatno dovoljenje.<sup>98</sup>

Direktiva MiFID se prav tako ne uporablja za podružnice s sedežem izven EGP, ki so jih ustanovile družbe s sedežem v EGP, pri čemer taka podružnica ne sme biti ustanovljena zgolj z namenom izigrati določbe o uporabi direktive MiFID o npr. organizacijskih zahtevah in pravilih o vodenju poslov. Seveda se takoj postavi vprašanje nadzora takih podružnic in ali so sploh investicijska podjetja v EGP dolžna obvestiti svoje nadzorne organe o ustanovitvi podružnice v tretji državi. MiFID take notifikacijske obveznosti ne predvideva, vendar skrbnost družbe pri poslovanju zajema tudi obveščanje nadzornika o vseh pomembnih dogodkih v poslovanju in statusnem ustroju. Vsekakor pa so investicijska podjetja dolžna obveščati nadzornika o kakršnih koli pomembnih spremembah glede pogojev za začetno dovoljenje.<sup>99</sup>

### 2.2.2 Enotni potni list in ureditev podružnic

Že direktiva ISD je po zgledu »druge bančne direktive« (89/646/EGS) z dne 15. decembra 1989, uvedla pravilo »enotnega potnega lista« za investicijska podjetja. To je pomenilo, da je investicijsko podjetje, ki je pridobilo dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev/poslov v eni izmed držav članic, lahko te storitve opravljalo (preko podružnice ali čezmejnega poslovanja) v katerikoli drugi državi članici, brez dodatne zahteve pridobiti dovoljenje »gostujoče« države. Ureditev v ISD ni prinesla zelenega učinka, saj so države članice lahko zahtevale od

---

<sup>97</sup> 23. člen MiFID.

<sup>98</sup> Glej Recital št. 19 k MiFID.

<sup>99</sup> Glej 16. člen MiFID.

investicijskih podjetij iz drugih držav izpolnjevanje dodatnih pravil v zvezi s poslovanjem<sup>100</sup>. Direktiva MiFID je pri tem naredila korak naprej in nadgradila gornjo definicijo enotnega potnega lista, tako da državam članicam ni dovoljeno naložiti investicijskim podjetjem pri čezmejnem poslovanju »nobenih dodatnih zahtev v zvezi z zadevami iz te direktive«<sup>101</sup>. Četudi je besedna zveza v zvezi z zadevami iz MiFID lahko zaradi svoje abstraktnosti nejasna<sup>102</sup>, je popolna uveljavitev vzajemnega priznavanja investicijskih storitev in poslov med državami članicami poudarjena tudi v Izvedbeni direktivi, kjer države članice ob izpolnjevanju strogih vsebinskih in procesnih pogojev sicer lahko obdržijo določena posebna pravila, a slednja v ničemer ne vplivajo na pravice investicijskih podjetij, ki izvirajo iz njihovega potnega lista.<sup>103</sup> Vse kar mora investicijsko podjetje pri čezmejnem poslovanju narediti, je obvestiti **svoj** nadzorni organ o tem, v kateri državi namerava poslovati in katere storitve namerava tam opravljati. Matični nadzorni organ potem v določenem roku obvesti nadzorni organ države članice, v kateri želi investicijsko podjetje opravljati investicijske storitve in/ali posle o bodisi nameravanem čezmejnem poslovanju ali o odprtju podružnice na ozemlju te države.

Toda brez izjem tudi v tem primeru ne gre. Dokaj enostavno pravilo enotnega potnega lista, ki pomeni tudi, da je investicijsko podjetje podvrženo samo nadzoru matičnega nadzornega organa (*home state control*), se zakomplicira pri ustanavljanju in poslovanju podružnic v državi članici, ki ni matična država članica investicijskega podjetja. Ker je nadzorni organ gostujoče države najbližji podružnici ter tako najboljše zaznava in reagira na morebitne kršitve pravil, ki veljajo za poslovanje podružnice<sup>104</sup>, ima nadzorni organ države članice, na ozemlju katere se nahaja podružnica, nalogo, da zagotovi skladnost poslovanja podružnice z nekaterimi določbami MiFID.<sup>105</sup> Nadzorni organ gostujoče države ima tako nadzorstvene kot izvršilne pristojnosti nad podružnico iz druge države članice.

---

<sup>100</sup> Glej npr. 2. odst. 11. člena ISD, ki določa, da za izvedbo pravil ravnanja in skladnost z njimi, ostane v vsakem primeru odgovorna država članica, v kateri se storitev opravlja.

<sup>101</sup> 1. odst. 31. člena k MiFID.

<sup>102</sup> Glej Recital št. 38 k MiFID, ko navaja primer prodaje od vrat do vrat, ki ne spada pod okrilje MiFID.

<sup>103</sup> 4. člen Izvedbene direktive.

<sup>104</sup> Dokument Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Passporting under MiFID« (*Potni list v MiFID*), Priporočila za implementacijo Direktive 2004/39/ES, maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).

<sup>105</sup> 7. odst. 32. člena. Pravno podlago za odstop od pravila, da je investicijska družba podvržena nadzoru pristojnega organa matične države, predstavljajo tudi 62. člen MiFID (»Previdnostni ukrepi, ki jih izvedejo države članice gostiteljice«), 1. odst. 61. člena (»Periodično poročanje podružnic za statistične namene«) in 2. odst. 61. člena (»Poročanje podružnic o skladnosti s standardi iz 7. odst. 32. člena«).

Ponovno velja poudariti, da dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev in/ali poslov vedno pridobi zgolj investicijsko podjetje in ne tudi podružnica. Podružnica je sestavni del (investicijske) družbe in nima lastne pravne subjektivitete, zato tudi ne potrebuje posebnega dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev. Dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev in/ali poslov vedno izda nadzorni organ matične države članice, pri čemer organ države članice, kjer so morebitne podružnice, nima nobene vloge, razen izjemoma in v zelo omejenem obsegu, kot je to predvideno v 60. členu MiFID. Odstop od pravila nadzora s strani matične države članice se torej nanaša zgolj na nivo nadzora in v ničemer ne posega v postopek pridobivanja dovoljenja družbe za opravljanje investicijskih storitev in/ali poslov.<sup>106</sup>

Ker je za nadzor nad čezmejnim poslovanjem v obliki podružnic v omejenem obsegu<sup>107</sup> odgovoren pristojen organ države članice na ozemlju katere se podružnica nahaja, za izpolnjevanje vseh preostalih obveznosti po MiFID pa nadzorni organ matične države članice (tj. država v kateri ima sedež investicijsko podjetje), je Evropska komisija o razdelitvi odgovornosti med pristojna organa obeh držav članic izdala poseben (pravno nezavezujoč) dokument o nadzoru nad podružnicami v zvezi s sedmim odstavkom 32. člena MiFID.<sup>108</sup> Komisija tako predlaga, da v kolikor sta tako podružnica kot stranka v gostujoči državi članici, je za nadzor nad izvajanjem obveznosti iz sedmega odstavka 32. člena MiFID odgovoren pristojen nadzorni organ gostujoče države. Če stranka prihaja iz države sedeža investicijskega podjetja, ki je ustanovilo podružnico, potem je za nadzor nad izvajanjem obveznosti iz sedmega odstavka 32. člena MiFID odgovoren pristojen nadzorni organ matične države. V vseh preostalih situacijah gre za območje sive cone in je potrebno razporeditev odgovornosti ugotavljati od primera do primera.<sup>109</sup> Nujen

---

<sup>106</sup> Dokument Evropske Komisije, direktorata za notranji trg in storitve, v zvezi z nadzorom podružnic skladno z MiFID, z dne 18.06.2007, št. MARKT/G/3/MV D(2007) 2386, str. 1. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).

<sup>107</sup> Pristojni organ države članice, v kateri se podružnica nahaja, je pristojen in odgovoren za zagotovitev skladnosti storitev podružnice na njenem ozemlju z naslednjimi obveznostmi iz MiFID: obveznosti v zvezi z vodenjem poslov pri zagotavljanju investicijskih storitev za stranke (19. člen), obveznost izvedbe naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši (21. člen), pravila o obravnavanju naročil strank (22. člen), obveznost vzdrževanja integritete trga, poročanja o transakcijah in vodenja evidenc (25. člen), obveznost v zvezi s sistematičnimi internalizatorji (27. člen) in obveznosti razkritja po trgovanju s strani investicijskih družb (28. člen).

<sup>108</sup> Dokument Evropske Komisije, direktorata za notranji trg in storitve, v zvezi z nadzorom podružnic skladno z MiFID, z dne 18.06.2007, št. MARKT/G/3/MV D(2007) 2386. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).

<sup>109</sup> Ibid, str. 3.

predpogoj za tovrsten nadzor podružnic pa je nedvomno sodelovanje in izmenjava informacij med nadzornimi organi držav članic, kar v navedenem dokumentu ugotavlja tudi Evropska komisija.

Za celovito sliko o področju uporabe direktive MiFID je potrebno utemeljeno odgovoriti še na vprašanje, ali investicijska podjetja iz tretjih držav (držav izven EGP), ki opravljajo investicijske storitve in/ali posle na ozemlju EGP, ali njihove podružnice, ki jih ustanovijo na ozemlju EGP, zapadejo pod določila MiFID. Iz jezikovne razlage 1. odst. 5. člena MiFID izhaja, da dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev in poslov izda nadzorni organ matične države članice. Slednja je definirana v 20. točki 1. odst. 4. člena MiFID kot država članica (za pravne osebe), v kateri se nahaja registrirani sedež investicijskega podjetja. Nikjer ni omenjena definicija matične države članice za investicijska podjetja, ki prihajajo iz tretjih držav. V kolikor bi imel evropski zakonodajalec namen, da direktiva MiFID velja tudi za družbe iz tretjih držav, bi moral tudi izrecno navesti, katera država članica je pristojna za podelitev dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev investicijskih podjetij iz tretjih držav. Ker investicijska podjetja iz tretjih držav nimajo »matične države članice«, enostavno ne morejo biti tista, za katere se MiFID uporablja.

Tudi teleološka (namenska) razlaga privede do zaključka, da se MiFID za investicijska podjetja iz tretjih držav, ki poslujejo na ozemlju EGP bodisi čezmejno bodisi preko podružnice, ki so jo ustanovili, ne uporablja. Prvič, pravna podlaga, na kateri je sprejeta MiFID (2. odst. 47. člena PES), ni primerna za urejanje poslovanja subjektov iz tretjih držav. Namen MiFID je razviden iz Recitala št. 1 k MiFID, in sicer direktiva stremi k uskladitvi začetnih zahtev glede dovoljenj in poslovanja investicijskih podjetij, vključno s pravili o vodenju poslov, po ozemlju celotne EU brez kakršnihkoli dodatnih omejitev. V kolikor bi zakonodajalec predvidel tudi ureditev delovanja investicijskih podjetij iz tretjih držav na ozemlju EU, bi to navedel kot enega izmed ciljev direktive, obenem pa bi moral kot pravno podlago direktive dodatno navesti še 2. odst. 57. člena PES, ki govori o »ukrepih glede pretoka kapitala v tretje države in iz njih, ki se nanašajo na

neposredne naložbe, tudi naložbe v nepremičnine, ustanavljanje, opravljanje finančnih storitev ali na sprejem vrednostnih papirjev na trge kapitala«. <sup>110</sup>

Argumente proti veljavnosti MiFID za investicijska podjetja tretjih držav, ki opravljajo storitve v katerikoli izmed članic EU in za njihove podružnice na ozemlju EU, gre iskati tudi izven direktive v mednarodnih zavezah in dogovorih, ki jih je sklenila EU v zvezi z dostopom do njenega notranjega trga kot npr. v Splošnem sporazumu o trgovini s storitvami (GATS). <sup>111</sup> Ker zakonodaja Skupnosti ne sme biti v vsebinskem nasprotju z mednarodnimi obveznostmi Skupnosti <sup>112</sup>, bi bila zahteva po vnaprejšnji pridobitvi dovoljenja za investicijska podjetja iz tretjih držav oziroma za podružnice na ozemlju Skupnosti v nasprotju s tem pravilom, saj bi morale družbe iz tretjih držav najprej prenesti sedež v eno izmed držav članic (matično državo članico), ki bi odločala o dovoljenju. <sup>113</sup>

Zaključiti je mogoče, da direktiva MiFID gotovo ne velja in se ne uporablja za investicijska podjetja s sedežem izven EU, ki opravljajo investicijske storitve v državi članici EU niti za podružnice tretjih držav na ozemlju EU. Tako lahko investicijska podjetja s sedežem izven EU, ki opravljajo investicijske storitve na trgu EU kot tudi njihove podružnice na ozemlju EU, opravljajo investicijske storitve in posle v skladu z nacionalno zakonodajo posamezne države članice, v kolikor zakonska določila ne povzročijo njihove bolj ugodne obravnave v primerjavi z investicijskimi podjetji iz drugih držav članic. Dodaten argument, ki podpira takšno razlago je vsebina Recitala št. 28 k MiFID, ki določa, da bi morali »postopki za izdajo dovoljenj podružnicam investicijskih podjetij, ki so dovoljenja pridobila v tretjih državah, v Skupnosti, za taka podjetja veljati še naprej«. MiFID očitno ne želi spreminjati ureditve iz ISD na tem področju <sup>114</sup> (niti za to nima predvidenega postopka), tako da je odločitev o dostopu investicijskih podjetij tretjih držav na trge držav članic še vedno v pristojnosti vsake posamezne države članice ob upoštevanju pravila, da investicijska podjetja iz tretjih držav ne smejo biti favorizirana v

---

<sup>110</sup> Povzeto po stališču Evropske Komisije v Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 41.2 v zvezi s 5. členom MiFID, z dne 25.04.2007, str. 49-51. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>111</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 73.

<sup>112</sup> Sodba Sodišča evropskih skupnosti (ECJ), Primer Komisija proti Nemčiji, C-61/94, 1996, 1-4006.

<sup>113</sup> Glej 1. odst. 5. člena MiFID.

<sup>114</sup> Glej 5. člen ISD. Te določbe, zanimivo, ni v MiFID.

primerjavi s tistimi iz drugih držav članic. Seveda pa investicijska podjetja s sedežem izven EU ne uživajo prednosti enotnega potnega lista in morajo izpolniti zakonske zahteve vsake od držav članic, v kateri želijo opravljati investicijske storitve ali posle.

Dejstvo, da MiFID ne velja in se ne uporablja za investicijska podjetja s sedežem izven EU, ki opravljajo investicijske storitve v državi članici EU niti za podružnice tretjih držav na ozemlju EU še ne pomeni, da na našete subjekte nima vpliva. V razmerjih, v katerih je moč strank izrazito neuravnotežena (potrošniške pogodbe), je avtonomija glede določitve pristojnosti sodišč omejena, tako da lahko stranka s stalnim prebivališčem v EU, ki ustreza definiciji potrošnika, v primeru spora z investicijskim podjetjem s sedežem izven EU, če zakon o mednarodnem zasebnem pravu države članice to predvideva ali na podlagi mednarodnih konvencij (npr. Luganske konvencije), toži oziroma je tožena pred sodiščem v državi članici njenega stalnega prebivališča. Posledično lahko pride tudi do uporabe prava države stranke (potrošnika), kar vključuje tudi uporabo določb prepisov, v katere so prenesene določbe MiFID in izvedbenih dokumentov.<sup>115</sup>

Kreditne institucije, ki opravljajo investicijske storitve in/ali posle, so, kar zadeva postopke v zvezi s »potnim listom«, ne glede na določbe MiFID podvržene določilom Direktive BCD.

Glede na vse zgoraj navedeno je mogoče ugotoviti, da direktiva MiFID lajša investicijskim podjetjem ustanavljanje podružnic v drugih državah članicah, a jim hkrati tudi olajšuje neposredno čezmejno poslovanje. Ali bomo v prihodnje pričali porastu ali upadu novoustanovljenih podružnic, je izjemno težko napovedati. Glavno besedo pri tem bodo verjetno imeli vlagatelji (stranke).

### **2.3 CILJI DIREKTIVE MiFID IN SREDSTVA ZA DOSEGO TEH CILJEV**

---

<sup>115</sup> Aeschlimann, Lionel in Borens, Philippe. MiFID: Border crossings explained (*MiFID: pojasnila o čezmejnem poslovanju*). International Financial Legal Review, avgust 2008. Članek je dostopen tudi na spletni strani: <http://www.iflr.com/default.asp> (01.09.2008).



### 2.3.1 Cilji MiFID

V izogib podvajanju bo obravnava pomembnejših vsebinskih rešitev, ki jih prinaša direktiva MiFID, predmet naslednjega poglavja, saj se direktiva neposredno ne uporablja v pravu posamezne države članice, ampak zahteva prenos njenih določb v nacionalne pravne rede. Zato je bolj primerno obravnavati določbe Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki v Sloveniji predstavlja pozitivno pravo na področju ureditve trga finančnih instrumentov. Zato je namen tega podpoglavja predstavitev poglobitvenih ciljev direktive MiFID in sistematična seznanitev z instituti in sklopi pravil, ki jih uvaja direktiva, za doseganje teh ciljev.

Izhajajoč iz zaključkov Lizbonske vrha si je Evropska komisija pri »prenovi« trga finančnih instrumentov postavila naslednje tri cilje<sup>116</sup>:

- povečana zaščita vlagateljev;
- učinkovito delovanje finančnih trgov in
- tržno stabilnost in preglednost.

Dva glavna cilja, ponuditi vlagateljem visoko raven zaščite in pospešiti konkurenco med investicijskimi podjetji, tako da se jim omogoči opravljanje storitev v vsej skupnosti na podlagi nadzora, ki ga opravlja matična država članica, je mogoče zaslediti tudi v Recitalu št. 2 k MiFID.

Višja raven zaščite za vlagatelje je verjetno povezana z novo ureditvijo potnega lista (*glej zgoraj*), ki lajša čezmejno poslovanje investicijskim podjetjem, saj bi bila možnost zlorab potrošnikov ob njihovem vse večjem zanimanju in aktivnostih na finančnih trgih brez dodatnih varovalk večja.<sup>117</sup> Značilnost vseh institutov (npr. izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji, obveznost zagotoviti določene informacije strankam, upravljanje z nasprotji interesov, preverjanje primernosti finančnih instrumentov za stranko, spodbude, pravila o obravnavanju naročil strank itd.), ki so namenjeni varovanju vlagateljev (še posebej potrošnikov), je natančna ureditev tako v direktivi MiFID kot v izvedbeni direktivi, ki državam članicam ne dopušča nobenih »opt-out« klavzul. Posledično je raven varstva vlagateljev v vseh državah članicah na

---

<sup>116</sup> Komunikacija Evropske komisije o nadgradnji direktive ISD z dne 16. novembra 2000 (osnutek), str. 5. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).

<sup>117</sup> Skinner, Chris (ur.): *The future of investing in Europe's markets after MiFID (Prihodnost investiranja na evropske trge po MiFID)*. John Wiley & Sons, 2007, str. 6.

visoki ravni, saj so osnovna pravila povsod enaka. Z vidika vlagatelja je pomembno, da lahko v bistveno podobnih situacijah pričakuje enaka »pravila igre« in enako raven zaščite, ne glede na to, iz katere države članice prihaja, in ne glede na to, iz katere države članice prihaja investicijsko podjetje.

Cilj MiFID je eni strani povečati konkurenco med investicijskimi podjetji pri čezmejnem poslovanju, po drugi pa ustvariti konkurenco med različnimi mesti trgovanja. Investicijska podjetja prvič v zgodovini delujejo na osnovi enotnega potnega lista in učinkovitega enotnega dovoljenja matične države članice, ki jim zagotavlja, da lahko prosto izvajajo investicijske storitve in posle v katerikoli državi članici brez dodatnih zahtev ali pogojev države gostiteljice. Izjema so podružnice, kjer nadzor v omejenem obsegu izvaja pristojni nadzorni organ države, na ozemlju katere se podružnica nahaja.<sup>118</sup> Prvič je v potni list zajeta storitev investicijskega svetovanja in izvedeni finančni instrumenti, vezani na blago. Obenem odprava »pravila o koncentraciji«<sup>119</sup> z uvedbo večstranskih sistemov trgovanja (MTFs) in sistematičnih internalizatorjev, ki tudi lahko gostijo trgovanje s finančnimi instrumenti, gotovo predstavlja konkurenco klasičnim borzam. Vlagatelji pa bi lahko tovrstno konkurenco občutili predvsem kot znižanje stroškov provizij in dvig kvalitete storitev.

Zaradi uvedbe novih mest trgovanja in potrebe po zaščiti vlagateljev je treba zagotoviti primerno preglednost transakcij. MiFID se tega cilja loteva po dveh poteh, in sicer s pravili o preglednosti **pred** trgovanjem<sup>120</sup> in pravili o preglednosti **po** trgovanju<sup>121</sup>. V skladu s pravili o preglednosti pred trgovanjem morajo organizirani trgi, večstranski sistemi trgovanja in sistematični internalizatorji javno objaviti podatke o naročilih (nakupne in prodajne cene ter količino delnic) oziroma zavezujočih ponudbah v zvezi z delnicami, s katerimi se trguje na posameznih mestih trgovanja. Preglednost po trgovanju pa zahteva javno objavo podatkov o sklenjenih poslih.<sup>122</sup>

---

<sup>118</sup> Več o potnem listu, pridobitvi dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in delovanju podružnic v podpoglavju 2.2.

<sup>119</sup> Glej opombo št. 19.

<sup>120</sup> 44. člen MiFID (Zahteve za organizirane trge glede preglednosti pred trgovanjem), 29. člen MiFID (Zahteve za MTF glede preglednosti pred trgovanjem) in 27. člen (Obveznost investicijskih podjetij, da objavijo zavezujoče ponudbe).

<sup>121</sup> 45. člen (Zahteve za organizirane trge glede preglednosti po trgovanju), 28. člen MiFID (Razkritje po trgovanju s strani investicijskih družb), 30. člen MiFID (Zahteve za MTF glede preglednosti po trgovanju).

<sup>122</sup> Podrobnejša ureditev glede podatkov, ki se morajo javno objaviti v zvezi s pravili o preglednosti, je vsebovana v 32., 33. in 34. členu Izvedbene uredbe.

### 2.3.2 Sredstva za doseg ciljev

V dosednji razpravi so bile že navedene nekatere vsebinske rešitve, ki jih prinaša MiFID. Zavedajoč se dejstva, da direktive EU v državah članicah niso pozitivno pravo, so bili nekateri instituti, glede implementacije katerih MiFID državam članicam ne daje veliko manevrskega prostora, tudi podrobneje obravnavani,<sup>123</sup> preostali bodo v naslednjem poglavju v okviru veljavne pravne ureditve trga finančnih instrumentov v Sloveniji. V nadaljevanju sledi celovit pregled institutov, pravic in obveznosti subjektov na trgu finančnih instrumentov ter drugih pomembnejših tem, ki jih ureja MiFID. Zaradi obširnosti direktive MiFID so razdeljeni na tri velike vsebinske sklope<sup>124</sup>, in sicer:

- organizacijske zahteve investicijskih podjetij,
- pravila o vodenju poslov in
- tržna preglednost.

#### 2.3.2.1 Organizacijske zahteve investicijskih podjetij

Z namenom doseganja uvodoma navedenih ciljev direktiva MiFID<sup>125</sup> in predvsem Izvedbena direktiva<sup>126</sup> uvajata sklope novih organizacijskih zahtev (*glej Sliko št. 3*), ki jih mora izpolnjevati vsako investicijsko podjetje, ki je pridobilo dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev in/ali poslov skladno z MiFID. Ne gre pozabiti, da tudi izpolnjevanje teh zahtev ob upoštevanju enotnega potnega lista nadzoruje nadzorni organ matične države članice.

Investicijska podjetja morajo vzpostaviti in vzdrževati trajno ter učinkovito funkcijo spremljanja skladnosti poslovanja s predpisi (*compliance*), ki deluje neodvisno. Med drugimi je njena naloga preprečevati osebne transakcije, zaradi katerih bi prišlo do kršitve pravil o zlorabi trga. Prav tako je obveznost investicijskih podjetij, da vzpostavijo funkcijo notranje revizije, ki je funkcionalno in organizacijsko ločena od drugih organizacijskih delov investicijskega podjetja in ki skrbi za vzpostavitev, izvajanje in vzdrževanje revizijskega načrta za pregled ter ocenjevanje primernosti

---

<sup>123</sup> Glej npr. poglavje o pridobitvi dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev, potnem listu in delovanju podružnic.

<sup>124</sup> Vsebinski sklopi so povzeti po delu Skinner, Chris (ur.): *The future of investing in Europe's markets after MiFID (Prihodnost investiranja na evropske trge po MiFID)*. John Wiley & Sons, 2007, str. 17-29.

<sup>125</sup> Glej 13. člen MiFID.

<sup>126</sup> Glej Poglavje II Izvedbene direktive.

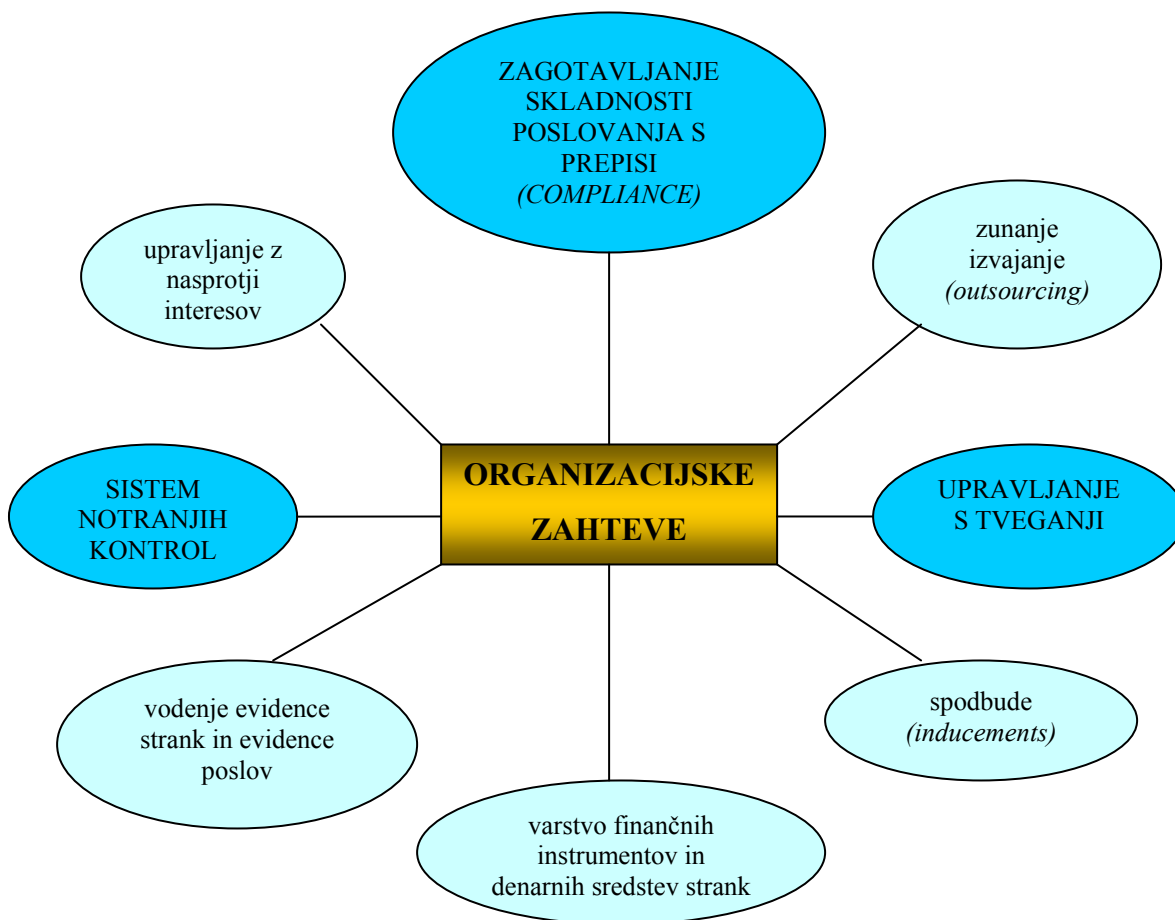
in učinkovitosti sistemov, mehanizmov notranje kontrole in ureditve investicijskega podjetja in funkcijo upravljanja s tveganji, ki deluje neodvisno in opravlja zlasti naloge vzpostavljanja, izvajanja in vzdrževanja primerne politike obvladovanja tveganja in postopke za ugotavljanje tveganja v zvezi z dejavnostmi družbe. V zvezi s kapitalsko ustreznostjo investicijskih podjetij je potrebno upoštevati tudi direktivo CAD, saj MiFID ne vzpostavlja skupnih standardov za lastna sredstva investicijskih podjetij niti ne določa zneskov ustanovitvenega kapitala takšnih podjetij niti ne vzpostavlja skupnega okvira za spremljanje tveganj, izhajajočih iz poslovanja navedenih podjetij.<sup>127</sup>

Sicer se organizacijske zahteve nanašajo tudi na ustrezno ravnanje v primeru nasprotij interesov, ki nastanejo med opravljanjem investicijskih in pomožnih storitev in katerih obstoj lahko škoduje interesom stranke, in na odgovornost višjega vodstva pri izpolnjevanju zahtev iz direktive. Določena so pravila o reševanju pritožb (neprofesionalnih) strank, pogoji za zunanje izvajanje pomembnih operativnih funkcij ali investicijskih storitev ali poslov ter pravila o varovanju finančnih instrumentov in denarnih sredstev strank. Investicijsko podjetje mora voditi evidenco strank in evidenco naročil in poslov s finančnimi instrumenti s točno določenimi podatki. Države članice pa morajo tudi zagotoviti, da se ne šteje, da investicijska podjetja ravnavo pošteno, pravično in strokovno v skladu z najboljšimi interesi stranke, če v zvezi z opravljanjem investicijskih ali pomožnih storitev za stranko plačajo ali prejmejo v plačilo kakršno koli pristojbino ali provizijo ali dajejo ali prejmejo nederarne koristi, razen tistih, ki ustrezajo kriterijem, določenih v Izvedbeni direktivi.

---

<sup>127</sup> Glej Recital št. 3 k CAD direktivi.

Slika št. 3: Shematski prikaz organizacijskih zahtev za investicijska podjetja po MiFID



### 2.3.2.2 Pravila o vodenju poslov

Osrednji del direktive MiFID se nanaša na pravila o vodenju poslov, torej na pravila varnega in skrbnega poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev za stranko. Poglavitni sklopi pravil, ki jih na tem področju prinaša MiFID so navedeni v Sliki št. 4.

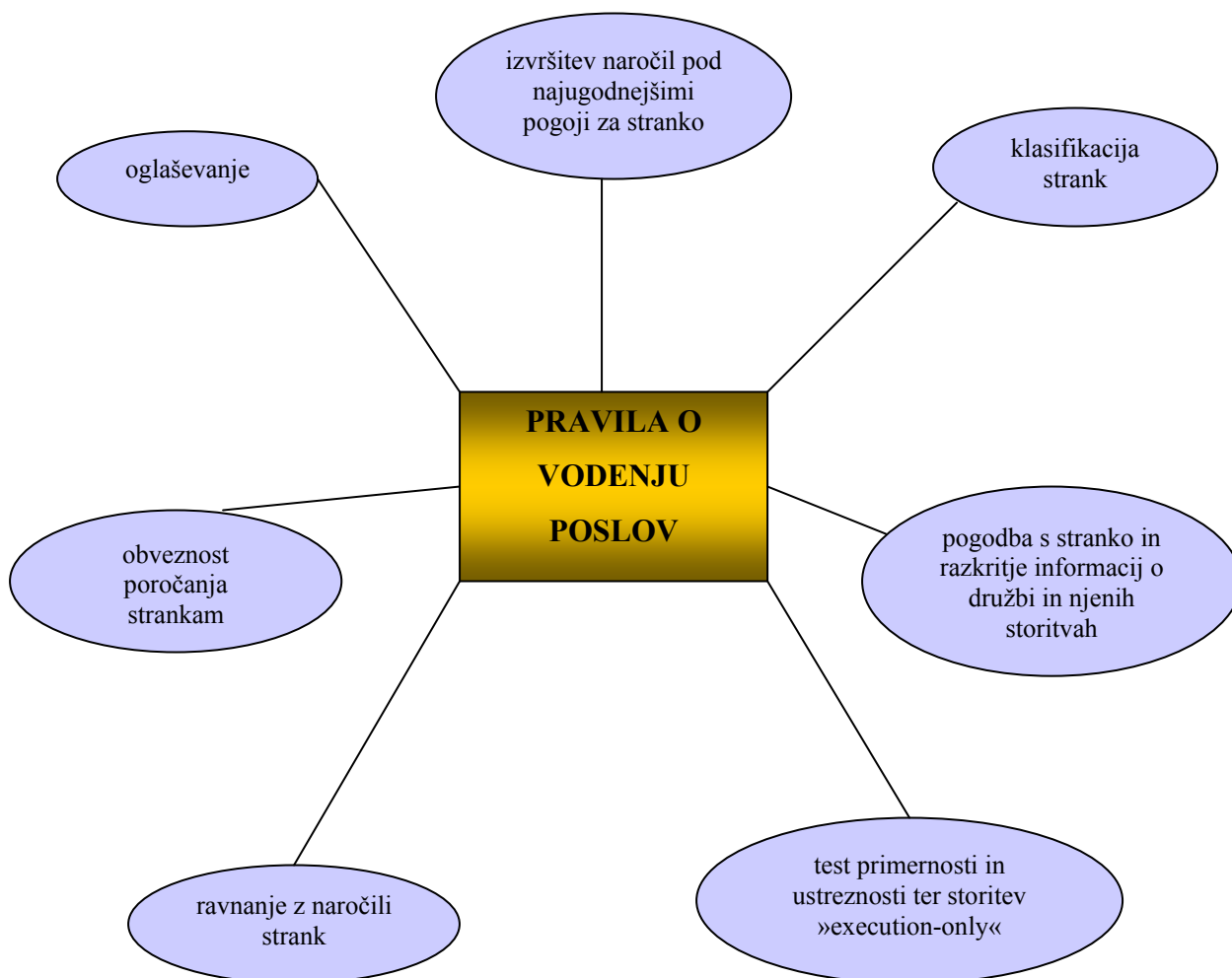
Stranke so se z novimi pravili na področju opravljanja investicijskih storitev srečale prvič s prejemom obvestila o razvrstitvi bodisi med neprofesionalne stranke, profesionalne stranke ali primerno nasprotne stranke. Vsaka od naštetih kategorij prinaša drugačno obravnavo in drugačne zahteve glede dokumentacije, ki jo stranka prejme v zvezi z izvajanje investicijskih storitev in poslov. Skladno s pravili je možen tudi prehod strank med različnimi kategorijami. MiFID in

izvedbena predpisa urejajo tudi informacije, ki jih mora investicijsko podjetje posredovati stranki o družbi sami in o njenih storitvah in produktih, ki jih ponuja stranki. Tudi vsebina pogodbe o opravljanju investicijskih storitev je v veliki meri določena z direktivo MiFID in Izvedbeno direktivo.

Z namenom uresničitve cilja okrepiti zaščito vlagateljev, ki (želijo) vlagati v finančne instrumente, so investicijska podjetja pred izpeljavo posameznega posla dolžna ugotoviti, ali je določen finančni instrument za stranko primeren oziroma ustrezen ali ne. Tega pa investicijska podjetja ne morejo storiti brez poznavanja stranke, njenega znanja in izkušenj, v primeru opravljanja investicijskega svetovanja in gospodarjenja s finančnimi instrumenti, pa tudi informacij o njenih naložbenih ciljih in njenem finančnem položaju. Po pridobljenih podatkih investicijsko podjetje stranki pojasni ali je nek finančni instrument zanjo primeren ali ne. Izjemo od pojasnilnih obveznosti predstavlja storitev »execution-only«, kar pomeni, da v primeru točno določenih pogojev investicijsko podjetje izvrši naročilo stranke brez preverjanja ali je določen finančni instrument zanjo ustrezen ali ne.

Kar zadeva naročila (naloge), ki jih stranka posreduje v izvršitev investicijskemu podjetju, mora slednje zagotoviti postopke in ureditev, ki omogočajo takojšnje, pošteno in hitro izvajanje naročil strank v skladu s časom, ko jih investicijsko podjetje prejme. Naročila strank se morajo izvesti po vrstnem redu prejema in takoj. Po drugi strani pa morajo investicijska podjetja izvesti naročilo pod najugodnejšimi pogoji za stranko, tako da se doseže najboljši možen rezultat za stranko, ob upoštevanju cene, stroškov, hitrosti, verjetnosti izvedbe in poravnave, obsega, narave ali kakršnega koli drugega vidika v zvezi z izvajanjem naročila. V ta namen mora investicijsko podjetje oblikovati politiko izvrševanja naročil in stranko z njo seznaniti ter pridobiti njeno soglasje. Stranka mora po opravljenem poslu prejeti poročilo o storitvah, ki jih zanjo opravilo investicijsko podjetje. To poročilo mora vključevati tudi stroške v zvezi s transakcijo. Informacije, ki se zagotavljajo strankam (tudi preko oglaševanja), morajo biti poštene, jasne in ne zavajajoče ter v primeru oglaševanja označene kot take.

Slika št. 4: Shematski prikaz pravil o vodenju poslov po MiFID

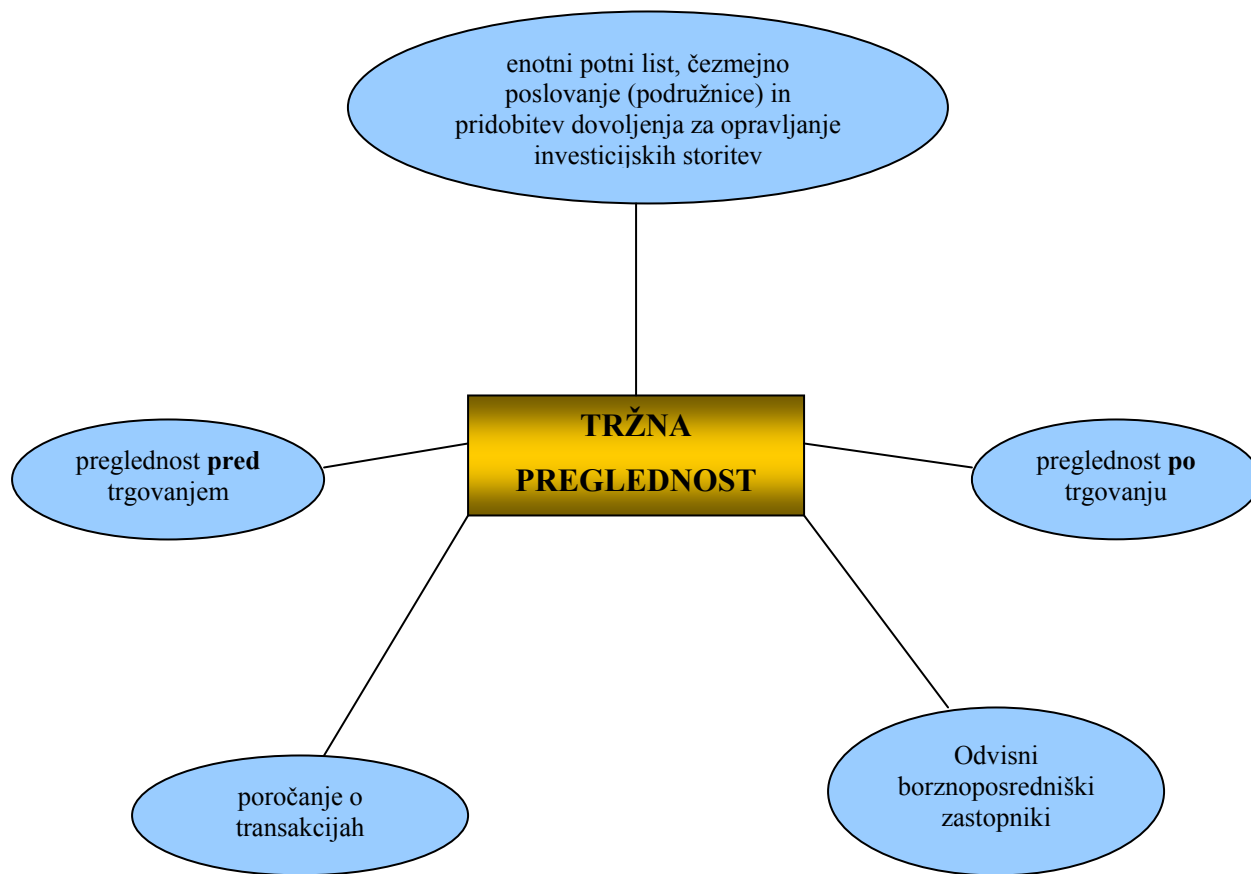


### 2.3.2.3 Tržna preglednost

Z namenom zagotoviti preglednost in celovitost trga finančnih instrumentov, direktiva MiFID uvaja pravila glede preglednosti pred in po trgovanju. o čemer je več napisanega v podpoglavju 4.4. V kategorijo tržne preglednosti (glej Sliko št. 5) sem uvrstil tudi področje o čezmejnem poslovanju, enotnem potnem listu in licenciranju investicijskih podjetij, kar je dokaj izčrpno obravnavano v podpoglavju 2.2. Kar zadeva poročanje o transakcijah, gre za obveznost poročanja pristojnemu nadzornemu organu o podrobnostih transakcij čim prej in najkasneje do zaključka naslednjega delovnega dne od izvedbe transakcije. Direktiva MiFID pri uvedbi odvisnih

borznoposredniških zastopnikov določa stroge obveznosti investicijskih podjetij pri njihovem imenovanju in delovanju, a je hkrati to lep (in redek) primer, ko MiFID dopušča državam članicam strožjo ureditev, kot jo predvideva direktiva.<sup>128</sup>

Slika št. 5: Shematski prikaz pravil o tržni preglednosti po MiFID



<sup>128</sup> 6. odst. 23. člena MiFID: »Države članice lahko poostrijo zahteve iz tega člena ali dodajo druge zahteve za vezane zastopnike, registrirane na njihovem ozemlju.«



## 3 ZAKON O TRGU FINANČNIH INSTRUMENTOV

### 3.1 PREGLED DOLOČB ZTFI PO POGlavJIH

Že v uvodu je bilo omenjeno, da Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) še zdaleč ne gre enačiti z MiFID. Vsebinsko je ZTFI širši od ureditve v MiFID, saj vsebuje tudi določbe, katerih prenos so zahtevale druge direktive.<sup>129</sup>

Četudi je vsebinski okvir te naloge začrtan z določbami direktive MiFID in temu ustreznih poglavij v ZTFI, si zaradi celovitosti ureditve trga finančnih instrumentov tudi preostala poglavja ZTFI zaslužijo kratko predstavitev. V sledečih oddelkih bodo tako na kratko predstavljena posamezna poglavja ZTFI, z izjemo sedmega poglavja, kateremu je namenjeno celotno naslednje poglavje.

#### 3.1.1 Splošne določbe (1. poglavje)

Kar zadeva splošne določbe ZTFI, velja izpostaviti kar nekaj točk, ki so v praksi pomembne za igralce na trgu finančnih instrumentov. Z določitvijo pravil za male borzno posredniške družbe<sup>130</sup> v 35. členu ZTFI je Slovenija uresničila možnost uveljavitve izbirne izjeme od uporabe določb direktive MiFID.<sup>131</sup> Tako organizirana borzno posredniška družba torej ne potrebuje dovoljenja ATPV za opravljanje investicijskih storitev niti ne uživa ugodnosti enotnega potnega lista. Poleg Slovenije so se za uresničitev te opcije odločili tudi v Veliki Britaniji in na Slovaškem, medtem ko se ureditev v Latviji in na Portugalskem za »manjša« investicijska podjetja ne razlikuje od splošnih pravil.<sup>132</sup>

---

<sup>129</sup> Glej oddelek 1.3.2.

<sup>130</sup> 6. odst. 11. člena ZTFI: Mala borzno posredniška družba je borzno posredniška družba:

1. ki opravlja samo te investicijske storitve:

- posredovanje naročil v zvezi s prenosljivimi vrednostnimi papirji ali enotami kolektivnih naložbenih podjetij osebam iz 32. člena tega zakona ali družbam za upravljanje ali
- investicijsko svetovanje, in

2. katere letni prihodki ne presegajo 750.000 eurov.

<sup>131</sup> 3. člen MiFID.

<sup>132</sup> Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 8.

### 3.1.1.1 Uporaba ZTFI za banke

V (bančni) praksi kar nekaj prahu dviguje vprašanje, ali in v kakšnem obsegu velja ZTFI za banke s sedežem v Republiki Sloveniji, ki so pridobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje investicijskih ter pomožnih investicijskih storitev in poslov.<sup>133</sup> Za banke je namreč matični predpis Zakon o bančništvu (ZBan-1) in na njegovi podlagi izdani podzakonski predpisi, ki urejajo nekatera področja, ki jih za borznoposredniške družbe predvideva ZTFI (npr. upravljanje s tveganji, statusni ustroj banke, poslovne knjige in letno poročilo). Jasno je, da ZTFI za banke ne velja v celoti. Do zadrege je prišlo z normativno drugačnim pristopom, ki ga je zakonodajalec ubral v primerjavi z ureditvijo v ZTVP-1<sup>134</sup>. Na prvi pogled se zdi, da je ZTFI materijo uporabe določb za banke ustrezno uredil v 33. člen ZTFI (uporaba zakona za banke), ki našteva določbe ZTFI, ki se za banke uporabljajo *smiselno*. Toda ali se za banke smiselno uporabljajo le v 33. členu našteje določbe zakona? Ne. Potrebno je upoštevati tudi definicije drugih pojmov (npr. »javna družba«) in paziti na vsebino konkretnega primera. V kolikor ima banka položaj osebe, ki ponuja ali sodeluje pri ponudbi vrednostnih papirjev javnosti v Republiki Sloveniji, ali položaj osebe, ki uvršča ali sodeluje pri uvrstitvi vrednostnih papirjev v trgovanje na borznem trgu, se zanjo uporabi 2. poglavje ZTFI (»ponudba vrednostnih papirjev javnosti«).<sup>135</sup> Enako je mogoče trditi tudi glede obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij, torej v kolikor ima banka položaj javne družbe (če je izdajateljica vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali drugi državi članici EU), se tudi zanjo uporabljajo določbe 3. poglavja ZTFI.<sup>136</sup> Prav za vse subjekte na trgu finančnih instrumentov pa velja prepoved zlorabe trga ter druge obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga (10. poglavje ZTFI).<sup>137, 138</sup>

Težava z veljavnostjo predpisov za banke se nadaljuje pri podzakonskih aktih, ki jih je na podlagi ZTFI sprejela ATVP ter s tem prenesla v slovenski pravni red tudi določbe Izvedbene direktive.

---

<sup>133</sup> Glej članek Strehovec, Gregorja: ZTFI – ali velja tudi za banke? Pravna praksa, GV Založba, letnik 26, št. 46, 2007, str. 9-10.

<sup>134</sup> ZTVP-1 je v 3. odst. 10. člena določal, da se njegove določbe, ki veljajo tudi za borznoposredniške družbe, uporabljajo (*ne smiselno, ampak v celoti!*) tudi za banke, če v ZTVP-1 ni drugače določeno.

<sup>135</sup> 36. člen ZTFI v zvezi s 30. členom ZTFI.

<sup>136</sup> 102. člen v zvezi z 99. členom ZTFI.

<sup>137</sup> 379. člen ZTFI.

<sup>138</sup> Za celovit pregled določb ZTFI, ki veljajo za banke glej Prilogo k prispevku Strehovec, Gregorja: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik, letnik 57, št. 7/8 (julij-avgust 2008), str. 55-62.

Vsi podzakonski akti za banke gotovo ne veljajo, saj tudi ZTFI za banke v celoti ne velja, ampak zopet je potrebno ugibanje, sklepanje in argumentiranje. Tega gotovo ne gre šteti v korist pravni varnosti, pravni predvidljivosti in jasnosti predpisov. Niti v uvodnih niti v končnih določbah ni navedeno, da podzakonski akti veljajo za banke. Banke niso navedene poleg borzno-posredniških družb kot naslovniki prepisa, kar je bila praksa pri podzakonskih aktih, izdanih na podlagi ZTVVP-1. Zato uporabniku ne preostane drugega, kot da pogleda pravno podlago, na osnovi katere je izdan podzakonski akt, in veljavnost slednjega za banke veže na veljavnost ustrezne določbe (podlage) v ZTFI. V kolikor je podlaga za sprejem podzakonskega akta določba ZTFI, ki za banke ne velja in se ne uporablja, potem tudi podzakonski akt za banko ne velja. Sporen je tudi Sklep o poročanju posameznih dejstev in okoliščin borzno-posredniških družb<sup>139</sup>, ki se ob upoštevanju gornjega izvajanja za banke ne uporablja, a ga po avtorjevih izkušnjah banke v praksi izvajajo.

### **3.1.1.2 Ob rob opredelitvi nekaterih investicijskih storitev**

#### **3.1.1.2.1 Poslovanje za svoj račun in »posli zakladništva«**

Najbolj »kontroverzna« izmed vseh investicijskih storitev (poleg investicijskega svetovanja, ki je to šele postal) je poslovanje za svoj račun<sup>140</sup>. V prvi vrsti verjetno zato, ker ne gre za storitev, ampak za posel.<sup>141</sup> Na prvi pogled sicer nepomembna besedna »kaprica« pravnikov, ki pa ima (lahko) pomembne posledice za investicijska in druga podjetja. Gre za to, da poslovanje za svoj račun predstavlja neke vrste nasprotje storitvi izvrševanja naročil za račun strank, za katero veljajo posebna in stroga pravila (npr. izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko). Poslovanje za svoj račun ni imanentno investicijskim podjetjem (bankam), ampak je to dejavnost, s katero večje družbe v okviru poslovanja zakladništva, zavarujejo tveganja (npr. cenovno, obrestno, tečajno), ki nastajajo iz osnovne dejavnosti družbe, ali investirajo presežek denarnih sredstev v vrednostne papirje ali v instrumente denarnega trga. Torej lahko tudi te družbe iz »nefinančnega« sektorja zapadejo pod ureditev iz ZTFI.

---

<sup>139</sup> Ur. l. RS, št. 106/2007.

<sup>140</sup> 3. odst. 8. člena ZTFI: »Poslovanje za svoj račun je poslovanje v breme lastnega kapitala, katerega izid je sklenitev posla za lasten račun z enim ali več finančnimi instrumenti.«

<sup>141</sup> O razliki med investicijskimi *storitvami* in *posli* glej izvajanje v podpoglavju 1.5.

Kaj so posli zakladništva, ni povsem jasno. V primeru bank nekateri razlikujejo med posli, ki se vodijo v t. i. bančni knjigi (posli upravljanja s tveganji iz osnovne bančne dejavnosti), in tistimi, ki so namenjeni trgovanju in se vodijo v t. i. trgovalni knjigi, ki pa opravlja tudi posle za bančno knjigo. Vendar ne MiFID ne drugi evropski predpisi poslov zakladništva ne definirajo, zato tudi gornja delitev na bančno in trgovalno knjigo ni relevantna. Pomembno je opozoriti, da se veljavnost ZTFI ne nanaša na posamezne funkcije znotraj družbe (treasury, brokerage itd.), ampak se njegova veljavnost razteza na družbo kot celoto, katere redna dejavnost ali poklic je opravljanje investicijskih storitev ali/in investicijskih poslov na profesionalni podlagi. Poslovanje za svoj račun, ki je imanentno funkciji zakladništva, je zgolj ena izmed investicijskih storitev oziroma natančneje poslov, za katero mora družba imeti dovoljenje, razen če zapade pod katero od izjem. Bistvena je vsebina vsakega posameznega posla in v kolikor gre za opravljanje investicijskih storitev in poslov skladno z ZTFI, potem take družbe podležejo uporabi določb tega zakona. To po mojem mnenju pomeni, da morajo »stranke«<sup>142</sup> s katerimi poslujejo zgolj na naveden način, tudi klasificirati skladno z ZTFI (neprofesionalne, profesionalne, primerne nasprotni) ter jih tudi kategoriji primerno obravnavati. Utemeljitev pa izhaja iz dejstva, da nikjer razvrščanje strank pri opravljanju »storitve« poslovanja za svoj račun ni izključeno. Še več, celo definicija primerne nasprotne stranke<sup>143</sup> vsebuje »dejavnost poslovanja za svoj račun« kot ene izmed treh storitev oziroma poslov, za katere je stranke mogoče razvrstiti v to kategorijo, kar pa pomeni, da je klasifikacija sopogodbenic investicijskih podjetij, ki poslujejo za svoj račun in podležejo uporabi ZTFI, nujna in predpogoj za opravljanje investicijskih storitev in poslov, tudi poslovanja za svoj račun. Mogoče si je zamisliti celo situacijo, ko bi primerna nasprotna stranka zahtevala obravnavo kot neprofesionalna stranka ali ko bi profesionalna stranka »prestopila« v kategorijo primernih nasprotnih strank. Že pojmovno si ni mogoče predstavljati opravljanje poslovanja za svoj račun skladno z ZTFI brez predhodne razvrstitve stranke. Ali bi nerazvrstitev sopogodbenic pri poslovanju za svoj račun v eno izmed predvidenih kategorij strank pomenila neuporabo drugih določb ZTFI, kjer je uporabljena beseda »stranka«? Slednje gotovo ni namen ZTFI niti MiFID, saj se npr. določbe o upravljanju nasprotij interesov<sup>144</sup> in obveznost skrbnega

---

<sup>142</sup> Izraz stranka v primeru (pravega) poslovanja za svoj račun mogoče ni najprimernejši, saj ne gre za stranko v smislu opravljanja ostalih investicijskih storitev, pri katerih je osnova mandatno razmerje, tako da investicijsko podjetje varuje in skrbi za uresničitev interesov stranke. Boljši izraz bi lahko bil »nasprotna pogodbenica« (*counterparty*).

<sup>143</sup> Glej 1. odst. 24. člena MiFID.

<sup>144</sup> 198. člen ZTFI.

ravnanja s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank<sup>145</sup>, uporablja tudi za primerne nasprotne stranke, ki so deležne najnižjega nivoja varstva.<sup>146</sup> Recital št. 40 k MiFID izrecno določa, da bi se moralo za namene MiFID primerne nasprotne stranke šteti, da delujejo kot **stranke**. Zanimivo pa je, da definicija stranke v 12. členu ZTFI<sup>147</sup> (enako tudi v MiFID) ne vsebuje besede **posel**, kamor spada poslovanje za svoj račun, ampak uporabi dikcijo »...za katero investicijsko podjetje opravlja investicijske ali pomožne investicijske **storitve**«. Več o razvrstitvi strank in (ne)ustreznosti ureditve v ZTFI je napisano v oddelku 4.3.2.

Glede na zgoraj zapisano je v izogib dvomom potrebno poudariti še, da je ne glede na to, ali gre za »posle zakladništva« ali ne, potrebno o poslih s katerim koli finančnim instrumentom, uvrščenim v trgovanje na organiziranem trgu (četudi je posel sklenjen izven organiziranega trga), poročati ATVP najpozneje do konca naslednjega delovnega dne po sklenitvi tega posla.<sup>148</sup>

Za dokončno potrditev uporabe ZTFI pri poslovanju subjekta za svoj račun je potrebno preveriti še izjeme od uporabe zakona. V primeru, da banka ali katerakoli oseba, posluje **zgolj** za svoj račun in obenem ne nastopa kot vzdrževalec trga ali sistematični internalizator, ki tretjim osebam zagotavlja sistem za sklepanje poslov med temi osebami, se za te osebe določbe ZTFI (v celoti) ne uporabljajo.<sup>149</sup> V drugih primerih, *a contrario*, ZTFI v celoti velja.

Problematika poslovanja za svoj račun in izvrševanja naročil (pod najugodnejšimi pogoji za stranke) je obširno obravnavana v razdelku 4.3.5.2.1.

### **3.1.1.2.2 Menjalniške storitve**

Izmed pomožnih investicijskih storitev najbolj izstopajo menjalniške storitve, katere pa mora borzno-posredniška družba (in banka) opravljati v zvezi z investicijskimi storitvami, da so

---

<sup>145</sup> 203. in 204. člen ZTFI.

<sup>146</sup> Tovrstno sklepanje potrjuje tudi odgovor Evropske Komisije v Odgovori in vprašanju: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 9.3 v zvezi z določbo 40. člena in recitala št. 40 MiFID, z dne 23.03.2007, str. 104. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (25.08.2008).

<sup>147</sup> »Stranka je vsaka fizična ali pravna oseba ali celota premoženja, ki nima pravne osebnosti, za katero investicijsko podjetje opravlja **investicijske ali pomožne investicijske storitve**.«

<sup>148</sup> 1. odst. 275. člen ZTFI.

<sup>149</sup> 4. točka 1. odst. 34. člena ZTFI.

obravnavane kot pomožne investicijske storitve. Menjalniške storitve ne gre zamenjati z menjalnimi posli iz 5. in 7. točke 2. odst. 7. člena ZTFI (glej spodaj). Zastavlja se vprašanje, ali mora borznoposredniška družba, ko npr. stranka plača za nakup obveznice v dolarjih, kupiti evre pod najugodnejšimi pogoji? Menim, da ja, saj gre v tem primeru za izvrševanje naročila stranke, pri čemer mora borznoposredniška družba poskrbeti, da se naročilo izvrši pod najugodnejšimi pogoji za stranko.

### **3.1.1.3 Ob rob opredelitvi nekaterih finančnih instrumentov**

Da problem niso zgolj investicijske storitve in posli, ampak tudi definicije finančnih instrumentov, pričajo naslednja opažanja. Nedoslednost oziroma boljše rečeno nerodnost se je pripetila zakonodajalcu pri opredelitvi finančnih instrumentov denarnega trga, saj je z dikcijo da so to vsi instrumenti, »s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu, **razen plačilnih instrumentov**, kakršni so zakladne menice, potrdila o denarnem depozitu in komercialni zapisi«, povzročil precej zmede. Za pravilno razlago, ali so zakladne menice, potrdila o denarnem depozitu in komercialni zapisi instrumenti denarnega trga ali pa primeri plačilnih instrumentov, je potrebno pogledati 19. točko 1. odst. 4. člena MiFID, iz katere jasno izhaja, da navedeni instrumenti so instrumenti denarnega trga in posledično finančni instrumenti v smislu MiFID oziroma ZTFI. Zakonska dikcija, ki bi odpravila sleherni dvom, bi se lahko glasila: »Instrumenti denarnega trga so vsi instrumenti, s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu kot na primer zakladne menice, potrdila o denarnem depozitu in komercialni zapisi, **razen plačilnih instrumentov**.« Nekaj nedoslednosti je tudi pri uporabi pojma »posli zamenjave« (*swap*), kot je pravilna dikcija v 4. in 6. točki 2. odst. 7. člena ZTFI, za razliko od 5. in 7. točke 2. odst. 7. člena ZTFI, kjer je za isti (*swap*) posel uporabljen neustrezen prevod menjalni posli, česar ne gre zamenjevati z menjalniškimi storitvami kot pomožnimi (investicijskimi) storitvami po 4. točki 1. odst. 10. člena ZTFI. Kako se obravnava vodenje investicijskih kuponov »registriranih skladov«<sup>150</sup>, ki so tudi finančni instrumenti, je predstavljeno v razdelku 4.3.7.1.2.

Uporaba ZTFI v praksi povzroča vedno nove in nove dileme, kar se mi zdi glede na vse novosti, ki jih nova ureditev prinaša, razumljivo. Nenazadnje je bralec verjetno že opazil, da sem v tem in naslednjih poglavjih pojem investicijsko podjetje zamenjal z borznoposredniško družbo. Ne gre

---

<sup>150</sup> Za opredelitev registriranih skladov glej oddelek 2.1.1.

za površnost. Zakonodajalec je, tako kot v ZTVP-1, tudi v ZTFI določil, da je investicijsko podjetje s sedežem v Republiki Sloveniji borznoposredniška družba.<sup>151</sup>

### **3.1.2 Ponudba vrednostnih papirjev javnosti (2. poglavje)**

Prospektna direktiva 2003/71/ES ni ena izmed tistih direktiv, katere vsebina se z ZTFI prenaša v pravni red Republike Slovenije, saj je bilo to storjeno že z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1B)<sup>152</sup>. Kljub pravkar navedenemu ne gre spregledati glavnih sprememb, ki sta jih na področje ponudbe vrednostnih papirjev javnosti prinesla ZTFI in nedavno tudi ZTFI-A. Pojem dobro poučenega vlagatelja po 44. členu ZTFI se razlikuje in je ožji od pojma dobro poučenega investitorja po 10. b členu ZTVP-1. Pojem dobro poučenega vlagatelja po ZTFI se uporablja le v zvezi s ponudbo vrednostnih papirjev javnosti. ZTFI za potrebe pravil poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev in poslov ter v zvezi s sistemom jamstva za terjatve vlagateljev za razliko od ureditve v ZTVP-1, ki je uporabljal samo enoten pojem dobro poučenega investitorja, skladno z MiFID uvaja pojem profesionalne stranke.

V ZTFI ni več določbe o pragu uspešnosti javne ponudbe in povezanih členov (34.- 36. člena ZTVP-1), saj je bil predlagatelj ZTFI mnenja, da je potrebno izdajatelju dopustiti večjo avtonomijo, tako da za zakonsko določanje roka za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev in določitev praga uspešnosti javne ponudbe vrednostnih papirjev ni potrebe. Poleg tega lahko v primeru izreka nekaterih nadzornih ukrepov s strani ATVP v zvezi s ponudbo javnosti in zahtevo za uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu, vlagatelj na podlagi 94. člena ZTFI odstopi od sprejema ponudbe oziroma prodajne pogodbe, ki je bila sklenjena z vpisom ali sprejemom ponudbe.<sup>153</sup>

Do uveljavitve novele ZTFI-A je ob strogi jezikovni razlagi 1. odst. 49. člena ZTFI (in še prej 1. odst. 18. člena ZTVP-1) v zvezi z izjemami od obveznosti objave prospekta za nekatere vrste ponudb vrednostnih papirjev veljalo, da taksativno naštetih izjem ni mogoče kumulirati v posameznem primeru. Dejansko stanje je sledeče: Družba ima deset delničarjev, a je eden izmed

---

<sup>151</sup> Prim. 1. odst. 10. člena ZTVP-1 in 1. odst. 11. člena ZTFI.

<sup>152</sup> Ur.l. RS, št. 28/2006.

<sup>153</sup> Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 240.

njih dobro poučeni vlagatelj. Menim, da je cilj obveznosti izdaje, potrditve in objave prospekta zaščititi vlagatelje (nepoučene investitorje) pred najrazličnejšimi tveganji, preden sprejmejo odločitev o morebitnem sprejemu ponudbe. V primeru ponudbe družbe, ki ni javna in ki se v veliki meri nanaša na dobro poučene investitorje ter le v zanemarljivem delu na majhno število fizičnih oseb (delničarjev, nepoučenih investitorjev), obveznost objave prospekta ni primerno sredstvo za doseg zgoraj navedenega cilja in lahko v skrajni situaciji pripelje do absurda, ko je ponudba delnic družbe omejena na družbo, ki ima dva delničarja (enega, ki ima položaj dobro poučenega vlagatelja, ter fizično osebo, ki nima položaja dobro poučenega vlagatelja), a se (je) objava prospekta vseeno zahteva(la), saj jezikovna razlaga 1. odst. 49. člena ZTFI pred novelo ni puščala nobenega dvoma za morebitno uporabo kakšne druge razlage. Po opozorilu iz prakse, za kar si skromno zaslugo lastim avtor te naloge, je zakonodajalec ponovno preučil ustreznost prenosa 2. odst. 3. člena Prospektne direktive 2003/71/ES ter določbo 1. odst. 49. člena spremenil tako, da je kumulacija izjem v posameznem primeru možna in dopustna.

Na podlagi praktičnih spoznanj je ATPV prišla do zaključka, da nima na razpolago učinkovitih sredstev in postopkov za ukrepanje v primeru izdaje zavrnilne odločbe glede zahtevka izdajatelja oziroma ponudnika za potrditev prospekta za javno ponudbo, če se z delnicami izdajatelja že trguje na organiziranem trgu, a slednji želi s povečanjem osnovnega kapitala izdati dodatne nove delnice istega razreda in jih ponuditi javnosti. Izdajatelj lahko navkljub zavrnilni odločbi in neobjavi prospekta delnice vseeno ponudi javnosti, vpiše v centralni register in jih tudi uvrsti na organiziran trg. Centralna klirinško depotna družba do uveljavitve ZTFI-A ni imela pravne podlage, da zahteva od izdajatelja odločbo o potrditvi prospekta, ATPV ji je pa ni smela posredovati zaradi prepovedi razkrivanja zaupnih informacij, ki jih pridobi pri opravljanju svojih funkcij. Po spremembi 442. člena ZTFI Centralna klirinško depotna družba zavrže zahtevo za izdajo nematerializiranih delnic, če tej zahtevi ni priložena odločba ATPV o potrditvi prospekta za ponudbo vrednostnih papirjev javnosti.<sup>154</sup>

ATVP se je z dodatno spremembo 72. člena ZTFI zavarovala tudi za primer (ne)potrditve prospekta za uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, in sicer tako, da

---

<sup>154</sup> Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86, z dne 13. junija 2008, (letnik XXXIV).



lahko o potrditvi tega prospekta odloči z odložnim pogojem, da so vrednostni papirji izdani v nematerializirani obliki, kar pa skladno z navedenim v prejšnjem odstavku pomeni, da bo Centralna klirinško depotna družba izdala vrednostne papirje v nematerializirani obliki le, če bo ATVP dala soglasje k prospektu za ponudbo vrednostnih papirjev javnosti.<sup>155</sup>

### 3.1.3 Obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (3. poglavje)

Uvodna določba 3. poglavja ZTFI prinaša novo definicijo pomembnega pojma – javne družbe. Za razliko od 2. odst. 8. člena ZTVP-1, ki je opredelitev javne družbe vezal na uspešno izvedbo prve javne prodaje vrednostnih papirjev, ZTFI določa, da je javna družba tista, katere vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu. Informacije, ki jih mora javna družba javno objaviti je mogoče strniti v tri glavne skupine: periodične informacije in informacije o pomembnih deležih (ureja 3. poglavje) ter notranje informacije (ureja 10. poglavje).<sup>156</sup> Poleg navedenih morajo javne družbe objaviti še nekatere druge informacije.<sup>157</sup> Po novem mora javna družba letno poročilo objaviti v štirih mesecih (prej šestih) po izteku poslovnega leta in v celoti (prej povzetek), ki mora ostati javno dostopno najmanj pet let po njegovi objavi.<sup>158</sup> Podobna pravila veljajo za polletno poročilo, katerega objava je tudi obvezna.

Poročanje javnosti o pomembnih deležih je do uveljavitve ZTFI določal Zakon o prevzemih (ZPre-1)<sup>159</sup>. Zaradi večje systemske primernosti<sup>160</sup> to materijo sedaj ureja ZTFI. Naslovniki zadevnih členov ZTFI so v tem delu lahko tudi nejavne družbe, če imajo 250 delničarjev **ali** več kot 4 milijone evrov celotnega kapitala.<sup>161</sup> Ob sprejemu ZTFI je bil krog nejavnih družb, za katere se uporabljajo določbe ZTFI o poročanju o pomembnih deležih, neprimerno ožji (250 delničarjev **in** najmanj 4.172.926 evrov osnovnega kapitala), kot je po trenutno veljavnem pravu, saj je po sprejetju ZTFI prišlo do novele ZPre-1<sup>162</sup>, ki je spremenil pojem nejavne družbe, za

---

<sup>155</sup> Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86, z dne 13. junija 2008, (letnik XXXIV).

<sup>156</sup> Kosi, Žiga: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Razkritja javnih družb. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1345.

<sup>157</sup> Glej podpoglavje 3.4 ZTFI (Druge obveznosti javne družbe).

<sup>158</sup> 1. odst. 110. člena ZTFI.

<sup>159</sup> Ur.l. RS, št. 79/06 s spremembami.

<sup>160</sup> Kosi, Žiga: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Razkritja javnih družb. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1346.

<sup>161</sup> 2. odst. 117. člena ZTFI v zvezi z 2. odst. 4. člena ZPre-1.

<sup>162</sup> Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih (ZPre-1B), Ur.l. RS, št. 68/2008.

katero se ZPre-1 še uporablja. Posledično so k objavi informacij o pomembnih poslovnih deležih zavezane mnoge gospodarske družbe v Sloveniji. K obveščanju javne družbe o doseganju, preseganju ali padcu pod določene pragove so poleg delničarjev družbe zavezani tudi imetniki delniških opcij in vse druge osebe, ki izvršujejo glasovalno pravico, ne glede na to, na kakšni podlagi jo izvršujejo.<sup>163</sup> Največji zamik pri objavi informacij o pomembnem poslovnem deležu od dejanskega dosega pomembnega deleža, ki je še dopusten, je sedem trgovalnih dni.<sup>164</sup> Kdo pa poskrbi za objavo nadzorovanih informacij? Poleg izdajatelja (javne družbe) tudi oseba, ki zahteva uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe.<sup>165</sup> V praksi to pomeni, da tisti, ki uvrsti npr. Volkswagen na Ljubljansko borzo (brez soglasja družbe), mora o njej tudi poročati.

Zaradi oblikovanja kar se da realne cene finančnega instrumenta in preprečevanja privilegiranja nekaterih vlagateljev mora izdajatelj takoj, ko je to mogoče, objaviti notranjo informacijo, ki se neposredno nanaša nanj ali na finančni instrument, katerega izdajatelj je, in zagotoviti, da ta notranja informacija ustrezno obdobje ostane dostopna na njegovih javnih spletnih straneh.<sup>166</sup> Notranja informacija je po 1. odst. 373. člena ZTFI vsaka informacija, ki izponjuje naslednje pogoje:

- je natančna,
- ni bila objavljena,
- se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izdajateljev ali na enega ali več finančnih instrumentov,
- bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

### **3.1.4 Opravljanje investicijskih storitev in poslov (4. poglavje)**

Četrto poglavje v veliki meri po vsebini ostaja enako ureditvi v ZTVP-1. Ureja statusni ustroj borznoposredniških družb, pri čemer se glede delničarjev, organov vodenja in nadzora, redne likvidacije in stečaja borznoposredniške družbe sklicuje na smiselno uporabo ustreznih določb

---

<sup>163</sup> 119. in 120. člen ZTFI.

<sup>164</sup> 2. odst. 123. člena in 1. odst. 124. člena ZTFI.

<sup>165</sup> 1. odst. 136. člena ZTFI.

<sup>166</sup> 1. odst. 386. člena ZTFI.

ZBan-1.<sup>167</sup> Poleg tega četrto poglavje določa tudi pravila v zvezi s pridobitvijo dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov (t. i. *authorisation*), pravila glede čezmejnega poslovanja in ustanavljanja ter delovanja podružnic v Republiki Sloveniji, v drugih državah članicah in v tretjih državah.<sup>168</sup> Investicijsko podjetje iz tretje države sme v Republiki Sloveniji opravljati investicijske storitve in posle samo preko podružnice, za kar mora pridobiti dovoljenje ATVP.<sup>169</sup> Povsem logično je, da je podružnica investicijskega podjetja tretje države vključena v sistem jamstva za terjatve vlagateljev v državi, v kateri ima sedež njeno matično investicijsko podjetje.<sup>170</sup>

Za banke četrto poglavje ZTFI skoraj v celoti ne velja, saj je postopek pridobitve dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov, ki je v pristojnosti Banke Slovenije, urejen v ZBan-1. V poštevek pridejo le določila 2. in 4. točke 165. člena in 5. točka 1. ter 3. in 4. odst. 167. člena ZTFI, skladno s katerimi se za pridobitev dovoljenja zahteva tudi poslovni načrt in drugi dokazi o tem, da so izpolnjeni pogoji za opravljanje investicijskih storitev iz ZTFI, česar ZBan-1 ne predvideva.<sup>171</sup>

### **3.1.5 Upravljanje borznoposredniške družbe s tveganji ter poslovne knjige in letno poročilo borznoposredniške družbe (5. in 6. poglavje)**

S smiselno uporabo nekaterih določb ZBan-1 se tudi za borznoposredniške družbe uvajajo zahteve Basel II, ki jih vsebujeta kapitalski direktivi 2006/48/ES in 2006/49/ES, ki sta sicer preneseni v slovenski pravni red z ZBan-1. Peto poglavje ZTFI se tako sklicuje na določbe ZBan-1, ki urejajo minimalne kapitalske zahteve in regulativni nadzor (1. in 2. steber Basel II), medtem ko šesto poglavje ZTFI ureja javno razkrivanje podatkov, kar pomeni zakonsko implementacijo 3. stebra Basel II (tržna disciplina) za borznoposredniške družbe. Slednje so bile dolžne zagotoviti skladnost z navedenimi določbami do 1. januarja 2008. Odveč je verjetno dodati, da se ti dve poglavji za banke ne uporabljata.

---

<sup>167</sup> Glej 155., 157., 159. in 160. člen ZTFI.

<sup>168</sup> Podrobneje o potnem listu, pridobitvi dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov in delovanju podružnic glej podpoglavje 2.2.

<sup>169</sup> 182. in 1. odst. 183. člena ZTFI.

<sup>170</sup> 1. odst. 185. člena ZTFI.

<sup>171</sup> Katušin, Goran: Uporaba ZTFI za banke. Gradivo na posvetu pravnikov v organizaciji Izobraževalnega centra pri Združenju Bank Slovenije, 17 - 18. januar 2008.

### 3.1.6 Nadzor nad opravljanjem investicijskih storitev in poslov (8. poglavje)

Za nadzor nad vsemi investicijskimi podjetji (borznoposredniškimi družbami in v omejenem obsegu tujimi investicijskimi podjetji), ki opravljajo investicijske storitve in posle na ozemlju Republike Slovenije, je pristojna in odgovorna ATVP. V primeru investicijskih podjetij iz držav članic, ki v Republiki Sloveniji delujejo neposredno ali preko podružnic, je pristojnost ATVP za nadzor omejena, sklicujoč se na določbe ZBan-1. Za nadzor nad borznoposredniškimi družbami (i. e. investicijskimi podjetji s sedežem v Republiki Sloveniji) je ATVP pristojna in odgovorna ne glede na to, kje družba storitve opravlja. ATVP nadzira še odvisne borznoposredniške zastopnike, ki so vpisani v register, ki ga prav tako vodi ATVP, ter tudi osebe, ki v nasprotju s prepovedjo izvajajo investicijske storitve in posle.<sup>172</sup>

Nadzor nad bankami, **glede opravljanja investicijskih storitev in poslov** opravlja ATVP v sodelovanju z Banko Slovenije. Toda kakšen je obseg tega nadzora? Skladno s 33. členom ZTFI se za banke uporabljajo le tri določbe 8. poglavja, in sicer 5. odst. 301. člena ZTFI, ki govori o širšem namenu nadzora ATVP, 302. člen ZTFI, ki ureja dodatne nadzorne ukrepe, ki jih ATVP lahko odredi banki glede opravljanja investicijskih storitev in poslov, ter 303. člen glede nadzora nad banko kot sistematičnim internalizatorjem. Zgolj v obsegu navedenih treh členov in določb ZBan-1, na katere se ti trije členi sklicujejo, je ATVP pristojna za nadzor nad opravljanjem investicijskih storitev in poslov nad bankami.<sup>173</sup>

### 3.1.7 Borzni trgi (9. poglavje)

Organiziran trg v Republiki Sloveniji se imenuje borzni trg.<sup>174</sup> Deveto poglavje je matično poglavje za ustanovitev, statusni ustroj, upravljanje in organizacijo borze. Na naštetih področjih se ZTFI praviloma sklicuje na ustrezne določbe ZBan-1.<sup>175</sup> Za člane borze (borznoposredniške družbe in banke) in izdajatelje pa so pomembne zlasti določbe o uvrstitvi finančnih instrumentov v trgovanje na borznem trgu in v uradno borzno kotacijo,<sup>176</sup> o ukrepih začasne zaustavitve

---

<sup>172</sup> Glej 296. do 300. člen ZTFI.

<sup>173</sup> Strehovec, Gregor: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik, letnik 57, št. 7/8 (julij-avgust 2008), str. 58.

<sup>174</sup> 1. odst. 15. člena ZTFI.

<sup>175</sup> Glej npr. 319. člen ZTFI glede delničarjev borze, 321. člen ZTFI glede uprave oziroma izvršnih direktorjev borze, 324. člen ZTFI glede upravljanja s tveganji.

<sup>176</sup> Glej 341. – 348. člen ZTFI.

trgovanja in umiku finančnih instrumentov iz trgovanja, s katerima borza zagotavlja normalno in pošteno delovanje borznega trga<sup>177</sup>, o odločanju borze o posameznih zahtevah in pravilih o borznih članih. Pravila borznega trgovanja so podrobneje opredeljena v Pravilih in navodilih Ljubljanske borze<sup>178</sup>, ki jih je sprejela Ljubljanska borza d.d. in ki so začela veljati 24. maja 2008. Z vidika vlagatelja so nova Pravila prinesla predvsem novo segmentacijo borznega trga po vrstah vrednostnih papirjev, kar je za posledico pomenilo tudi spremembo tečajnice Ljubljanske borze.<sup>179</sup> Nadzor nad opravljanjem storitev borze opravlja ATVP.

### **3.1.8 Prepovedana ravnanja zlorabe trga ter druge obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga (10. poglavje)**

Pravila desetega poglavja ZTFI veljajo za vsa investicijska podjetja (tudi banke) in glede vseh finančnih instrumentov, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu (tudi če niso, a je njihova vrednost odvisna od finančnega instrumenta, ki je uvrščen na organiziran trg) vsaj ene države članice ali pa so predmet zahteve za uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu. Nepomembno pri tem je, ali je bil posel sklenjen na organiziranem trgu ali zunaj njega.<sup>180</sup> Prepovedani ravnanji zlorabe trga sta trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržna manipulacija. Za tržno manipulacijo se smatrajo naslednja ravnanja:

- sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje:
  - o ki daje napačno ali zavajajoče predstavo udeležencem trga glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta ali
  - o če povezane osebe zagotovijo ceno finančnega instrumenta na umetni podlagi;
- sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev, prevare ali zavajanja;
- zavestno razširjanje zavajajočih informacij glede finančnih instrumentov.<sup>181</sup>

Investicijsko podjetje, ki na podlagi kazalnikov ali drugih okoliščin, ki opredeljuje predpostavke trgovanja na podlagi notranje informacije ali tržne manipulacije, presodi, da obstaja utemeljen

---

<sup>177</sup> Eden izmed pogostih razlogov za ukrep umika delnic iz trgovanja je kršitev obveznosti glede razkrivanja informacij.

<sup>178</sup> Ur.l. RS, št. 45/2008.

<sup>179</sup> Za podrobnejši pregled novih Pravil in navodil Ljubljanske borze glej članek: Šercer, Andrej: Nova pravila za učinkovitejšo borzo. Pravna praksa, GV Založba, letnik 27, št. 23, 2008, str. 6-9.

<sup>180</sup> 1. odst. 379. člena ZTFI.

<sup>181</sup> 1. odst. 374. člena ZTFI.

sum, da posel pomeni prepovedano trgovanje na podlagi notranje informacije ali dejanje tržne manipulacije, mora o tem poslu brez odlašanja obvestiti ATVP.<sup>182</sup>

### 3.1.9 Poravnava poslov s finančnimi instrumenti (11. poglavje)

Trgovanje s finančnimi instrumenti ne pomeni zgolj sklenitve posla med prodajalcem in kupcem finančnega instrumenta, ampak je potrebno finančne instrumente in denar tudi izročiti upravičeni stranki. Potrebna je torej še infrastruktura za izračun oziroma razvrstitev terjatev in obveznosti na stranke v poslu (kliring) in pobot ter poravnava medsebojnih obveznosti in terjatev.<sup>183</sup> V kolikor se trgovanje s finančnimi instrumenti odvija zunaj organiziranega trg (*t. i. OTC – Over the counter*) lahko do poravnave posla pride brez sočasnega plačila (*FOP – Free of payment*), medtem ko je za organiziran trg v Republiki Sloveniji (borzni trg), skladno s 451. členom ZTFI sočasna poravnava obveznosti po načelu »*delivery versus payment*« (dostava proti plačilu) obvezna. Zato lahko poravnavo borznih poslov (z nematerializiranimi vrednostnimi papirji) vodi le tista oseba, ki vodi tudi centralni depo teh vrednostnih papirjev ali pa drug upravljavec, ki zagotovi ustrezno povezavo s centralnim registrom, ki omogoča takšno poravnavo.<sup>184</sup>

Pomembno normativno dejavnost sta na področju poravnave poslov s finančnimi instrumenti opravila Odbor nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) in Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki sta septembra 2004 izdala dokument z naslovom Standardi za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v Evropski Uniji.<sup>185</sup>

Centralna klirinškodpotna družba, ki vodi centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev ter hkrati opravlja poravnalne storitve v zvezi s poravnavo borznih poslov, ima položaj centralnega depozitarja vrednostnih papirjev. V kolikor želi centralna klirinškodpotna družba opravljati poravnavo z drugimi vrstami finančnih instrumentov poleg vrednostnih papirjev, mora

---

<sup>182</sup> 1. odst. 391. člena ZTFI.

<sup>183</sup> Za več informacij glede vloge in interesa centralne banke pri poravnavi vrednostnih papirjev glej poglavje "plačilni in poravnalni sistemi" na spletni strani Banke Slovenije: <http://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?Mapald=152> (01.09.2008). Ne gre spregledati namreč dejstva, da je Banka Slovenije pristojna in odgovorna za nadzor nad sistemskim tveganjem poravnalnega sistema z vrednostnimi papirji (1. odst. 439. člena ZTFI).

<sup>184</sup> Glej obrazložitev k 402. členu ZTFI v predlogu Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007 (letnik XXXIII), str. 298.

<sup>185</sup> Dokument je v elektronski obliki dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (24.08.2008).

za to pridobiti posebno dovoljenje.<sup>186</sup> Iz navedenega izhaja, da pozna centralna klirinškodopotna družba dve vrsti članstva: registrske člane, za katere opravlja storitve vodenja računov, ter poravnalne člane, za katere opravlja storitve poravnave borznih poslov. Seveda je možna in celo zelo pogosta kombinacija obeh članstev. Do (sočasne) izpolnitve tako denarne obveznosti kot obveznosti prenosa vrednostnih papirjev mora priti najkasneje v dveh delovnih dnevih od trgovalnega dne (t. i. poravnalno obdobje).<sup>187</sup>

### 3.1.10 Sistem jamstva za terjatve vlagateljev (12. poglavje)

Ureditev sheme jamstva za terjatve vlagateljev, s katero upravlja Banka Slovenije, ostaja nespremenjena. Zajamčena terjatev je neto stanje terjatve na dan začetka stečajnega postopka nad borznoposredniško družbo do višine 22.000 evrov. Terjatve nekaterih subjektov niso zajamčene.<sup>188</sup> Gledano obligacijsko pravno, se tovrstno jamstvo borznoposredniških družb in bank za izplačilo zajamčenih terjatev vlagateljev do borznoposredniške družbe, nad katero je bil začet stečajni postopek, uvršča v kategorijo poroštva, ki nastane na podlagi zakona in se mu zato borznoposredniške družbe in banke ne morejo izogniti.<sup>189</sup>

Jamstvo posamezne borznoposredniške družbe je omejeno z deležem<sup>190</sup>, ki se lahko izrazi z naslednjo enačbo<sup>191</sup>:

$$\text{DELEŽ BPD X} = \frac{\Sigma \text{zajamčenih terjatev pri BPD X}}{\Sigma \text{zajamčenih terjatev pri vseh BPD} - \Sigma \text{zajamčenih terjatev pri BPD v stečaju}}$$

Zmnožek izračunanega deleža in vsote zajamčenih terjatev pri borznoposredniški družbi v stečaju predstavlja znesek, do višine katerega posamezna borznoposredniška družba (in banka) jamči za terjatve pri borznoposredniški družbi v stečaju:

$$\text{ZNESEK JAMSTVA BPD X} = (\text{DELEŽ BPD X}) * (\Sigma \text{zajamčenih terjatev pri BPD v stečaju})$$

<sup>186</sup> 2. odst. 431. člena ZTFI.

<sup>187</sup> 3. odst. 452. člena ZTFI.

<sup>188</sup> 4. odst. 461. člena ZTFI.

<sup>189</sup> Prim. 1012. člen OZ.

<sup>190</sup> 2. odst. 464. člena ZTFI.

<sup>191</sup> Spodnji dve enačbi sta povzeti po predlogu Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007 (letnik XXXIII), str 307.

### 3.1.11 Agencija za trg vrednostnih papirjev (13. poglavje)

Naslovnik trinajstega poglavja ZTFI je ATVP, ki je pravna oseba javnega prava. Gledano s statusno-pravnega vidika, gre za javno agencijo, za katero se (subsidiarno) uporabljajo določbe Zakona o javnih agencijah<sup>192</sup>. Skladno z (upravno)pravno teorijo mora biti javni agenciji zagotovljena organizacijska in funkcionalna neodvisnost, neke vrste avtonomija znotraj javnega sektorja. V ospredju načel njenega delovanja pa mora biti samostojnost, nepristranskost, strokovnost in politična nevtralnost. Navkljub ustrezni normativni ureditvi se zdi, da delovanje agencije v praksi (predvsem v medijsko in politično občutljivih zadevah) prepogosto vzbudi sum v zakonitost, strokovnost, nepristranskost in nepolitičnost njenega delovanja. Iskanje razlogov za takšno stanje močno presega domet tega dela, vsekakor pa velja negovati in si v praksi prizadevati za zgoraj naštetna načela.

ZTFI ureja položaj, način delovanja, pristojnosti in organe agencije.<sup>193</sup> Postopek odločanja agencije, torej izdajanja posamičnih aktov, ureja štirinajsto poglavje ZTFI. Prav tako so v obravnavanem poglavju določena sredstva za delo agencije. Nadzor nad zakonitostjo in gospodarnostjo porabe s taksami in nadomestili zbranih sredstev vrši Računsko sodišče.<sup>194</sup> Dajatve, ki jih morajo subjekti nadzora plačati ATVP, so javnopravne narave, četudi se namesto v proračun plačujejo direktno agenciji.

Trinajsto poglavje je bilo že deležno obsežne novele s sprejetjem Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-A)<sup>195</sup>. Razlog? Zakonodajalec želi okrepiti neodvisnost agencije s spremenjenimi pravili na področju zaposlovanja uslužbencev ATVP. Po novem agencija sama določi število zaposlenih, seveda v okviru razpoložljivih sredstev. Še vedno pa ostajajo znotraj sistema plač v javnem sektorju, pri čemer obseg sredstev, ki terjajo povečan obseg dela, določi agencija sama (v okviru razpoložljivih sredstev). Z namenom zagotovitve možnosti, da pri odločanju ATVP sodelujejo tudi priznani zunanji

---

<sup>192</sup> Ur. l. RS, št. 52/2002 s spremembami.

<sup>193</sup> Glej podpoglavja 13.1, 13.2 in 13.3 ZTFI.

<sup>194</sup> 495. člen ZTFI.

<sup>195</sup> Ur. l. RS, št. 69/2008.



strokovnjaki, je bila sprejeta rešitev, skladno s katero ni potrebno, da člani sveta svojo funkcijo opravljajo na podlagi pogodbe o zaposlitvi.<sup>196</sup>

### 3.1.12 Postopek odločanja agencije (14. poglavje)

ATVP ima pristojnost izdajati tako splošne kot posamične pravne akte. V tem poglavju je urejen postopek izdaje posamičnih pravnih aktov. Gre za poseben upravni postopek, v katerem lahko agencija poleg odločb in sklepov izdaja tudi odredbe o ukrepih nadzora. Pritožba zoper odločbe agencije je izključena<sup>197</sup>, zato dokončnost in izvršljivost odločb nastopita že z njihovo izdajo. Posebnost tega upravnega postopka je določena zlasti v prid načelu hitrosti postopka, saj imajo subjekti, ki v postopkih nastopajo, položaj profesionalne osebe.<sup>198</sup> Proti (dokončnim) odločbam ATVP je mogoče začeti upravni spor.<sup>199</sup> Pri tem velja opozoriti na dve stvari. Prvič, rok za vložitev tožbe ni običajnih trideset dni, ampak osem dni, kar je tudi rok za odgovor na tožbo. Zakonodajalec je določil, da mora sodišče v postopkih sodnega varstva po ZTFI odločati prednostno.<sup>200</sup> Če te določbe v zakonu ne bi bilo, bi s tako kratkim rokom zakonodajalec prekomerno posegel v pravico do sodnega varstva.<sup>201</sup> Drugič, v kolikor se v upravnem sporu ugotovi nezakonitost odločbe ATVP, sodišče le-te ne odpravi ali spremeni, ampak izda zgolj ugotovitveno sodbo<sup>202</sup>, saj v že nastale pravice zakonitih imetnikov vrednostnih papirjev, ki to na podlagi odločbe in skladno s 16. členom Zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih<sup>203</sup> postanejo z vpisom v centralni register, ni mogoče posegati. »Zmagovalcu« upravnega spora ostane odškodninski zahtevak.

Tudi določbe tega poglavja so že bile predmet sprememb oziroma dopolnitev. Sedaj je zaradi učinkovitega izvajanja nadzora, uzakonjena »predložitvena dolžnost« katerekoli pravne osebe javnega ali zasebnega prava, ki so na zahtevo ATVP slednji dolžni predložiti vse (tudi tiste, ki so

---

<sup>196</sup> Glej obrazložitev 7. člena ZTFI-A v Predlogu Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86 z dne 13. junija 2008 (letnik XXXIV).

<sup>197</sup> 2. odst. 503. člena ZTFI.

<sup>198</sup> Iz tega razloga izredna pravna sredstva niso dovoljena, kot tudi ne vrnitev v prejšnje stanje (3. odst. 496. člena ZTFI), določena je pisnost postopka (500. člen ZTFI) in pravila o prekluziji navajanja novih dejstev in dokazov (511. člen ZTFI).

<sup>199</sup> 507. člen ZTFI.

<sup>200</sup> 509. člen ZTFI.

<sup>201</sup> Glej sodbo Ustavnega sodišča RS, št. U-I-219/03-25 z dne 01.12.2005.

<sup>202</sup> 519. člen ZTFI, ki je vsebinsko enak 444. členu ZTFI.

<sup>203</sup> Ur. l. RS, št. 23/1999 s spremembami.

\_\_\_\_\_) podatke in dokumente, potrebne za izvedbo postopka nadzora. ATVP mora zagotoviti primerno stopnjo varstva posredovanih podatkov. Poleg same rešitve je presenetljiva tudi sankcija za njeno neizpolnjevanje – do 50.000,00 evrov! Ob ponovnem neposredovanju istih podatkov ali dokumentov lahko ATVP izreče več sledečih si sklepov o denarni kazni, vendar skupna vsota izrečenih kazni ne sme presegati 1 odstotka letnega prometa pravne osebe v predhodnem poslovnem letu. Zoper sklep o naložitvi denarne kazni je zaradi predvidene višine kazni dovoljen upravni spor.<sup>204</sup>

### 3.1.13 Kazenske določbe (15. poglavje)

Podobna dilema, kot se je pojavila pri veljavnosti in (smiselni) uporabi zakona za banke, se zastavlja tudi v primeru storjenega prekrška in posledično vprašanja, kdo je prekrškovni organ v takem primeru. Tudi v tem primeru je do odgovora potrebno priti s pomočjo interpretacije prekrškovnih določb. Z vidika pravne varnosti in načela »*lex certa*« v kaznovalnem pravu je to zelo sporno. Zgolj ob upoštevanju jezikovne razlage je mogoče priti do zaključka, da banke odgovarjajo samo za prekršek, ki ga storijo ob kršitvi 7. in 12. poglavja ZTFI, saj se določbe 560. člena ZTFI izrecno nanašajo tudi na banke. Pri naštevanju vseh ostalih prekrškov temu ni tako. Toda zgolj jezikovna razlaga po mojem mnenju v tem primeru ne zadošča. Če se za banke uporabljajo tudi druge določbe ZTFI (npr. 2. poglavje o Ponudbi vrednostnih papirjev javnosti) in ne zgolj 7. in 12. poglavje ZTFI (*glej zgoraj*) in bi bile obenem za kršitve teh določb predvidene sankcije zgolj za borzno-posredniške hiše, bi to pomenilo neenakost pred zakonom, kar je že protiustavna kategorija. Menim, da je razlaga, da se za banke uporabljajo prekrškovne določbe glede tistih členov ZTFI, ki se (smiselno) uporabljajo tudi za banke, kot je bilo pojasnjeno v pododdelku 3.1.1.1, najustreznejša. Banka je v takih primerih pojmovno zaobsežena z izrazi kot npr. »javna družba« ali »pravna oseba, ki ponuja vrednostne papirje javnosti«.<sup>205</sup> Ob tem se zavedam, da je tovrstna razlaga z analogijo sporna, saj je uporaba analogije v kaznovalnem pravu omejena.

<sup>204</sup> Novi 520.a člen ZTFI.

<sup>205</sup> Podobnega mnenja je tudi Gregor Strehovec v svojem članku: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik, letnik 57, št. 7/8 (julij-avgust 2008), str. 59.

Prekrškovni organ, ki odloča o prekrških in izreka globe po ZTFI, ZPre-1, ZISDU-1 in ZNVP, je ATVP.<sup>206</sup> Pri tem banke niso izjema, saj tudi nadzor nad njimi glede opravljanja investicijskih storitev in poslov opravlja ATVP v sodelovanju z Banko Slovenije.<sup>207</sup> Drugačno je mnenje predlagatelja zakona, saj v obrazložitvi k 569. členu izrecno zapiše, da je glede prekrškov, ki jih storijo banke po 560. členu ZTFI, prekrškovni organ Banka Slovenije.<sup>208</sup> Menim, da je tako stališče napačno najmanj iz treh razlogov. Prvič, v kolikor bi zakonodajalec želel določiti pristojnost Banke Slovenije kot prekrškovnega organa za banke po ZTFI, bi moral to kot izjemo od splošnega pravila v 569. členu tudi izrecno navesti. Drugič, kako bo Banka Slovenije učinkovito vodila prekrškovni postopek zoper banko, če je za nadzor nad bankami v zvezi z izvajanjem investicijskih storitev in poslov pristojna ATVP (v sodelovanju z Banko Slovenije)? Tretjič, jezikovna razlaga 4. odst. 33. člena v zvezi s 1. odst. 33. člena in 569. členom ZTFI govori v prid stališču, da je prekrškovni organ po ZTFI tako kot za vse druge subjekte tudi za banke ATVP. Upoštevajoč 4. odst. 33. člena ZTFI, ki določa način smiselne uporabe določb ZTFI, katere se za banke uporabljajo smiselno, tako da se beseda »agencija« nadomesti z besedo »Banka Slovenije«, je lahko ugotoviti, da med temi »smiselno uporabljenimi« določbami ni 569. člena.

### **3.1.14 Prehodne in končne določbe (16. poglavje)**

Z nomotehničnega stališča je zanimiva zlasti določba 588. člena ZTFI, ki spreminja drugi zakon, in sicer Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP). Ni sicer običajno, da bi drug zakon z izrecno določbo in novim členom spremenil oziroma dopolnil zakon in materijo, ki jo sicer ne pokriva, je pa ta način gotovo bolj praktičen in prihrani precej časa parlamentarni proceduri. Praviloma so spremembe zakona izvedene z novelo tega istega zakona.

---

<sup>206</sup> 569. člen ZTFI, ki je bil dopolnjen z ZTFI-A.

<sup>207</sup> 6. odst. 33. člena ZTFI.

<sup>208</sup> Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 317.

## **4 PRAVILA POSLOVANJA PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV**

### **4.1 PREDSTAVITEV 7. POGlavJA**

Sedmo poglavje ZTFI je najobsežnejše, a ne zgolj po številu členov (197. – 293. člena), ampak tudi po vsebini in zahtevnosti. Poenostavljeno gledano, gre za »MiFID v malem«, kajti večina določb prenesenih iz te direktive, je skoncentrirana prav v tem poglavju. V ospredju so nova in spremenjena pravila varnega in skrbnega poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev za stranko, saj prinašajo vrsto novih institutov (npr. izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko), večino katerih so bile borznoposredniške družbe in banke dolžne implementirati v praksi do 1. novembra 2007, nekatere določbe tega poglavja pa so stopile v veljavo že z uveljavitvijo ZTFI (tj. 11. avgusta 2007). Del tega poglavja so tudi organizacijske zahteve za opravljanje investicijskih storitev in poslov, kjer je še posebej pomembno področje upravljanja z nasprotji interesov in pravila skrbnega ravnanja s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank. Kar zadeva preglednost in celovitost trga so najprej navedene splošne obveznosti borznoposredniških družb, potem pa še posebej posebna pravila za MTF in za sistematične internalizatorje glede objave zavezujočih ponudb. Sedmo poglavje zaokrožuje določba o zunajsodnem reševanju sporov.

Toda zakonska ureditev v tem primeru ni edina relevantna, saj so podrobnejša, a nič manj pomembna pravila, določena v podzakonskih aktih, ki jih je izdala ATVP. Najpomembnejši je Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe<sup>209</sup>, s katerim je Slovenija v svoj pravni red prenesla mnogo določb Izvedbene direktive.

### **4.2 ORGANIZACIJSKE ZAHTEVE ZA OPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV**

Rezultat implementacije pravil 13. člena MiFID in II. poglavja Izvedbene direktive na normativni ravni predstavljajo določbe podpoglavja 7.1 ZTFI in členi 6 do 15 Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe. Namen tega dela ni podrobna obravnava vseh vidikov organizacijskih zahtev, ki jih uvaja ZTFI, zato sledi le sumaren

---

<sup>209</sup> Ur. l. RS, št. 106/2007 in 5/2008.

pregled nekaterih zahtev, ki jih prinaša ZTFI oziroma navedeni podzakonski akt ATVP, vse z namenom povečati preglednost poslovanja in ob vedno novih storitvah in instrumentih ter želji po čim večjemu dobičku ohraniti vzdržnost poslovanja preko obvladovanja tveganj, ki iz tega naslova nastajajo. Poleg spodaj obravnavanih organizacijskih zahtev ZTFI oziroma navedeni Sklep vsebujeta še pravila o upravljanju s tveganji, o delovanju notranje revizije, preprečevanju sklenitve osebnih transakcij, vodenju evidenc strank in poslov, spodbudah, ukrepih za neprekinjeno poslovanje in za nadzor ter varovanje informacijskih sistemov za obdelavo podatkov.<sup>210</sup> Zahteva o vzpostavitvi učinkovite funkcije upravljanja s tveganji se prekriva z določbami 4. poglavja ZBan-1 o upravljanju s tveganji, vendar ZTFI se v tem delu za banke uporablja<sup>211</sup>, prav tako pa tudi Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

#### 4.2.1 Upravljanje z nasprotji interesov

Obstoja (nastanka) nasprotij interesov v prepletanju investicijskih storitev za račun strank in poslovanja za lasten račun ni mogoče v celoti preprečiti. Tega so se zavedali tudi avtorji MiFID in posledično slovenski zakonodajalec, ko je določil, da mora borznoposredniška družba (banka) najprej **ugotoviti** potencialna nasprotja interesov, ki nastanejo pri opravljanju investicijskih storitev in pomožnih investicijskih storitvah, zagotoviti učinkovit sistem **upravljanja** z njimi in **preprečevanja** nastajanja novih. Če naštetih ukrepi ne bi zadoščali za preprečitev njihovega neugodnega vpliva na uresničitev interesov stranke, jih mora borznoposredniška družba stranki pred začetkom opravljanja storitve razumljivo in jasno **razkriti**.<sup>212</sup>

Do nasprotij interesov v zvezi z opravljanjem investicijskih storitev in pomožnih investicijskih storitev lahko pride med:

- interesi borzno posredniške družbe<sup>213</sup> in interesi strank borznoposredniške družbe,
- interesi strank borznoposredniške družbe.

---

<sup>210</sup> Za nazoren pregled organizacijskih zahtev po MiFID, ki jih je prevzel ZTFI, glej Sliko št. 3.

<sup>211</sup> Prim. 3. točko 1. odst. 33. člena ZTFI.

<sup>212</sup> Prim. 198. člen ZTFI.

<sup>213</sup> Pod pojem borznoposredniške družbe so v tem primeru mišljeni še poslovodstvo borznoposredniške družbe, borzni posredniki in druge osebe, ki na podlagi zaposlitve ali na drugi podlagi opravljajo posle za borznoposredniško družbo, in odvisni borznoposredniški zastopniki borznoposredniške družbe. Poleg tega pa tudi vse osebe, ki je z borznoposredniško družbo povezana z obvladovanjem. Prim. 197. in 198. člen ZTFI.

Za opredelitev nasprotja interesov v smislu MiFID ni dovolj, da borzaposredniška družba lahko pridobi ugodnost, če to ne predstavlja tudi morebitne škode za stranko, ali da ena stranka borzaposredniške družbe lahko pridobi ugodnost ali prepreči izgubo, ne da bi to povzročilo morebitno izgubo drugi taki stranki.<sup>214</sup>

V primerjavi s 140. členom ZTVP-1 je nova ureditev v ZTFI in v 4. poglavju Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borzaposredniške družbe precej obsežnejša, sistematična in natančna.<sup>215</sup> Poudarek je na upravljanju z nasprotji interesov, kjer mora borzno posredniška družba sprejeti »vse razumne ukrepe« za preprečitev, da bi nasprotja interesov neugodno vplivala na uresničitev interesov njenih strank. Definicija »vseh razumnih ukrepov« ni podana, zato nekateri menijo, da ne gre za absolutno kategorijo, ampak je potrebno upoštevati načelo sorazmernosti, ko borzaposredniška družba lahko upošteva naravo posameznega posla, velikost in kompleksnost poslov in storitev, ki družba nudi stranki, kot tudi stopnjo tveganja, da nasprotja interesov lahko prizadenejo interese stranke.<sup>216</sup> Možnost oziroma dolžnost razkritja splošnih značilnosti in virov nasprotij interesov ne pomeni, da je borzaposredniška družba oproščena obveznosti ugotavljati in upravljati z nasprotji interesov, zato »prekomerno zanašanje na razkritje brez ustrezne obravnave, kako upravljati nasprotja na najbolj primeren način, ni dovoljeno«<sup>217</sup>.

Borzaposredniška družba mora oblikovati politiko obvladovanja nasprotij interesov. Kaj vse mora družba pri tem upoštevati, je določeno v 29. členu Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borzaposredniške družbe. V kolikor mora (glede na zgoraj navedeno) družba razkriti splošne informacije in vire nasprotij interesov, mora to storiti na trajnem nosilcu podatkov (praviloma papirju). V vsakem primeru pa je njena dolžnost, da

---

<sup>214</sup> Recital št. 24 k Izvedbeni direktivi.

<sup>215</sup> Povsem nova je obveznost borzaposredniške družbe, ki pripravlja ali ureja pripravo investicijskih raziskav, ki so namenjene strankam družbe ali javnosti, da ravno tako vzpostavi politiko obvladovanja nasprotij interesov, ki bi lahko nastali med poslovnimi interesi oseb, ki sodelujejo pri pripravi investicijskih raziskav in interesi oseb, katerim se pošilja investicijska raziskava. Podrobneje v 32. členu Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borzaposredniške družbe.

<sup>216</sup> Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 125. Glej tudi 1. odst. 29. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borzaposredniške družbe.

<sup>217</sup> Recital št. 27 k Izvedbeni direktivi.

neprofesionalni stranki posreduje opis, lahko v obliki povzetka, politike obvladovanja nasprotij interesov.<sup>218</sup>

Obvladovanje nasprotij interesov je neodvisno od tega, ali gre za profesionalno, neprofesionalno ali primerno nasprotno stranko, a je hkrati nujno, da gre za stranko.<sup>219</sup>

#### 4.2.2 Zagotavljanje skladnosti poslovanja s predpisi - »compliance«

Funkcija zagotavljanja skladnosti poslovanja s prepisi ni povsem nova. Že Baselski odbor za nadzor bank (*»Basel Committee on Banking Supervision«*) je v dokumentu Skladnost poslovanja s predpisi bank (*»The Compliance Function in banks«*) opozoril na nevarnost neskladnosti poslovanja s predpisi (*»non-compliance«*), kar pomeni »tveganje pravnih in nadzorstvenih sankcij, premoženjske škode ali škode zaradi zmanjšanja ugleda kot rezultat neskladnosti poslovanja s prepisi in poslovnimi običaji ter praksami bančnega poslovanja«<sup>220</sup>.

Za uspešno (učinkovito) delovanje te relativno nove funkcije je gotovo potrebno tesno sodelovanje z drugimi organizacijskimi enotami v borznoposredniški družbi (banki), kot npr. kadrovska služba, IT, oddelkom organizacije in oddelkom upravljanja s tveganji.

Na normativni ravni je funkcija zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi podrobneje urejena v 6. členu Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe. Oseba, ki izvaja to funkcijo, mora imeti potrebne pristojnosti, sredstva, strokovno znanje in dostop do vseh ustreznih informacij, hkrati pa se ne sme ukvarjati z opravljanjem poslov, ki jih spremlja. (Ne)odvisnost take osebe je v dobršni meri odvisna od možnosti nagrajevanja, ki mora biti takšno, da ne vpliva na njeno objektivnost.<sup>221</sup> Pri izpolnjevanju zadnjih dveh od naštetih treh pogojev so možne izjeme.

---

<sup>218</sup> 8. točka. 1. odst. 18. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

<sup>219</sup> Prim. Recital št. 25 k Izvedbeni direktivi. Če gre za opravljanje »poslov«, očitno obvladovanje nasprotij interesov ni potrebno. Več o tem kdo je stranka glej pododdelek 4.3.2.1.

<sup>220</sup> The Compliance Function in Banks (*Funkcija zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi v bankah*), Baselski odbor za nadzor bank, Banka za mednarodne poravnave (BIS), Januar 2004, str. 1. Dokument dostopen na spletni strani: <http://www.bis.org/publ/bcbs113.htm> (01.09.2008).

<sup>221</sup> Glej 2. odst. 6. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

Naloge »compliance« funkcije po ZTFI zajemajo spremljanje in redno ocenjevanje primernosti in učinkovitosti postopkov ter ukrepov za odpravljanje morebitnih pomanjkljivosti, vse na področju skladnosti poslovanja družbe s predpisi ter svetovanje in pomoč uslužbencem borzno posredniške hiše (banke) za uskladitev družbe z obveznostmi, ki jih določajo prepisi.<sup>222</sup>

Prvenstvena vloga funkcije zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi bi morala biti preventivno delovanje, npr. pri uvedbi novih produktov. Za razliko od notranje revizije ne izvaja konkretnih pregledov, temveč »compliance« funkcija odloča o oblikovanju novih postopkov, če notranja revizija ugotovi določene nepravilnosti. Stroga je tudi delitev od pravne funkcije, katere naloga je pravna podpora poslovanju. Nasprotno, pooblaščenec (ki je v praksi praviloma pravnik) za zagotavljanje skladnosti poslovanja s predpisi ne izvaja pravne podpore, ampak ga zanima gola zakonitost poslovanja. V praksi se pogosto zgodi, da so naloge in odgovornosti »compliance« funkcije precej širše, kot jih vsebuje ZTFI oziroma zadevni sklep ATVP, tako da ta funkcija pokriva vse od tržnih zlorab do preprečevanja pranja denarja, od konfliktov interesov do odkrivanja zlorab in zasebnosti na delovnem mestu.<sup>223</sup>

Glede vprašanja kam v organizacijski shemi borzno posredniške družbe oziroma banke uvrstiti to funkcijo, tako da bo neodvisna, sta se izoblikovala dva pristopa. Značilnost prvega (italijanskega) je ta, da gre za samostojen, ločen oddelek, ki je podrejen direktno upravi/upravnemu odboru, medtem ko je pri drugem (germanskem) ta funkcija vključena v pravni oddelek kot posebna organizacijska enota.

Da bo »compliance« funkcija zaživela v praksi (v nekaterih državah je že, npr. v Italiji), ji je potrebno dodati vsebino. Avtoriteto ji bodo morali »prijoriti« strokovno usposobljeni ljudje. Če se bo združila s sistemom vrednot posamezne družbe, bo pridobila prepoznavnost. Če bodo

---

<sup>222</sup> Glej 1. odst. 6. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borzno posredniške družbe.

<sup>223</sup> Tako tudi Traversa, Deborah: MiFID: Strategic Importance of the Compliance Function (*MiFID: Strateška pomembnost »compliance« funkcije*). Članek objavljen na spletišču člankov »gtnews – the treasury and financial network«. Dostopen je na spletni strani: <http://www.gtnews.com/default.cfm> (01.09.2008).



vzpostavljeni ustrežni postopki, tako da bo namesto nezainteresiranosti v ospredju prizadevnost, bo funkcija pridobila prepotrebno težo in resnost.<sup>224</sup>

#### 4.2.3 Prenos pomembnih poslovnih procesov na zunanje izvajalce – »outsourcing«

ZTFI prenosa poslovnih procesov na zunanje izvajalce (t. i. »outsourcing«) ne ureja na splošno, ampak to storitev omejuje v zvezi s prenosom **pomembnih** poslovnih procesov z namenom izogniti se nepotrebnemu dodatnemu operativnemu tveganju. Na splošno je torej »outsourcing« dopusten, a v zvezi s prenosom pomembnih poslovnih procesov omejen, v kolikor bi onemogočil izvajanje sistema notranjih kontrol ali nadzora nad poslovanjem družbe, pa prepovedan.<sup>225</sup> Opredelitev »pomembnega poslovnega procesa« v 2. členu Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe je zelo splošna in abstraktna, tako da pojma ne pojasni zadovoljivo.<sup>226</sup>

Za sklenitev pogodbe o prenosu pomembnih poslovnih procesov so predvideni številni pogoji (nanašajo se predvsem na zunanjega izvajalca), katerim mora borznoposredniška družba ob ravnanju s potrebno (profesionalno) skrbnostjo zadostiti.<sup>227</sup> Pogodba o prenosu izvajanja pomembnih poslovnih procesov mora biti sklenjena v pisni obliki.<sup>228</sup> Pomembna obveznost borznoposredniške družbe je, da mora na zahtevo nadzornega organa slednjemu dati na voljo vse potrebne informacije, da mu omogoči nadzor skladnosti izvajanja dejavnosti, oddanih v zunanje izvajanje, z zahtevami iz zakona in podzakonskih aktov.<sup>229</sup> Vendar ta in določba 4. odst. 14. člena Izvedbene direktive v slovenski pravni red očitno nista bili preneseni, saj ju v Sklepu o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe ni.

Posebna pravila z dodatnimi zahtevami obstajajo v primeru prenosa izvajanja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki se opravlja za neprofesionalne stranke, na zunanjega

---

<sup>224</sup> Ibidem.

<sup>225</sup> Prim. 200. člen ZTFI.

<sup>226</sup> Pomemben poslovni proces je operativni proces ali funkcija, pri kateri bi napaka ali izpad v njenem izvajanju povzročila pomembno prekinitev v poslovanju borznoposredniške družbe ali njeno poslovanje v skladu s predpisi ali ogrozila njeno finančno trdnost, razen če gre za izvajanje dejavnosti, ki ne pomeni investicijske storitve ali pridobivanja standardiziranih storitev.

<sup>227</sup> Prim. 1. odst. 13. člena ZTFI.

<sup>228</sup> 2. odst. 13. člena ZTFI.

<sup>229</sup> Glej 5. odst. 14. člena Izvedbene direktive.

izvajalca iz tretje države (torej države, ki ni članica EGP). V takem primeru mora ta oseba imeti dovoljenje svojega nadzornega organa za opravljanje storitev upravljanja premoženja in biti predmet nadzora nadzornega organa tuje države ter med ATVP in nadzornim organom izvajalca storitev mora biti sklenjen ustrezen sporazum o sodelovanju.<sup>230</sup> V kolikor ni izpolnjen eden ali oba od pogojev iz prejšnjega stavka, lahko borznoposredniška družba odda investicijske storitve v zunanje izvajanje izvajalcu storitev, ki se nahaja v tretji državi le, če družba predhodno uradno obvesti svoj pristojni organ o dogovoru o zunanjem izvajanju in če pristojni organ ne nasprotuje navedenemu dogovoru v razumnem času po prejemu navedenega obvestila.<sup>231</sup>

Tudi implementacija 15. člena Izvedbene direktive v Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe je precej pomanjkljiva, saj v njem ni navedeno, da se dodatne zahteve v primeru prenosa izvajanja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti nanašajo zgolj na poslovanje z neprofesionalnimi strankami niti možnost prenosa navedene storitve na zunanjega izvajalca v tretji državi, če zato niso izpolnjeni pogoji (*glej zgoraj*), kar je vse vsebovano v 15. členu Izvedbene direktive. Nerazumljivo je, da navkljub že sprejetih spremembah in dopolnitvah Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe<sup>232</sup> ni prišlo do pravilne uskladitve z Izvedbeno direktivo, še posebej, ker se je ta sprememba sklepa nanašala tudi na 14. člen, ki ureja ravno obravnavano tematiko, in sicer je sedaj dodano pravilo (ki bi moralo biti tam že od vsega začetka!), da ATVP objavi seznam nadzornih organov v tujih državah, s katerimi ima sklenjene sporazume o sodelovanju.<sup>233</sup>

#### **4.2.4 Skrbno ravnanje s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank**

ZTFI pravila skrbnega ravnanja borznoposredniških družb in bank s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem ureja v posebnem oddelku 7.2.5 ZTFI, zato se v 7.1 nanje le generalno sklicuje. Gre za primere, ko borznoposredniška družba v svojem imenu in za račun strank ali v imenu in za račun strank razpolaga s finančnimi instrumenti ali denarnim dobroimetjem strank, npr. ko mora stranki izročiti finančne instrumente, k čemur je zavezana že po splošnih pravilih

---

<sup>230</sup> 14. člen Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

<sup>231</sup> 2. odst. 15. člena Izvedbene direktive.

<sup>232</sup> Ur. l. RS, št. 5/2008.

<sup>233</sup> Prim. 5. odst. 15. člena Izvedbene direktive.

komisijske pogodbe<sup>234</sup>. V oddelku 7.2.5 ZTFI je urejen način kako družba to izročitev izvede, medtem ko so načela, ki jih mora pri tem upoštevati, vsebovana v podpoglavju 7.1 ZTFI, in sicer varovanje premoženjskih pravic imetnika finančnih instrumentov, ki jih ima za račun svojih strank, zlasti za primer postopka insolventnosti nad borznoposredniško družbo, in da se prepreči uporaba teh finančnih instrumentov za lasten račun borznoposredniške družbe ali za račun drugih strank borznoposredniške družbe, razen z izrecnim soglasjem stranke.<sup>235</sup> Podobna je ureditev glede izročitve denarnega dobroimetja stranki, pri čemer tudi velja, da ga borznoposredniška družba ne sme uporabiti za lasten račun ali za račun drugih njenih strank.<sup>236</sup> Pri tem pravilu je pomembna izjema, in sicer za banke ta določba ZTFI ne velja, tako da banka lahko uporablja denarno dobroimetje strank za lasten račun ali za račun drugih strank, lahko pooblasti odvisnega borznoposredniškega zastopnika, da v njenem imenu razpolaga s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank in v kolikor ima poseben denarni račun za stranko pri drugi banki, ga lahko uporablja tudi za posle za svoj račun.<sup>237</sup>

#### **4.3 PRAVILA VARNEGA IN SKRBNEGA POSLOVANJA PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV ZA STRANKO**

Za razliko od prejšnjega podpoglavja, ki se nanaša na »...investicijske storitve in posle«, bi lahko sklepali, da se podpoglavje 7.2 uporablja zgolj pri opravljanju investicijskih storitev za stranko, za »posle« pa ne. To pomeni, da oseba, za katero borznoposredniška družba opravlja zgolj »posle«, ni stranka in ne podlega določbam tega podpoglavja ZTFI niti določbam podpoglavja 7.1 (npr. obvladovanje nasprotij interesov), saj se slednje nanašajo tudi na stranke (a omenja tudi posle!). MiFID o vsebini razlikovanja med investicijskimi storitvami in posli molči. Kakšno je mnenje teorije, je navedeno v podpoglavju 1.5, podrobneje o tem tudi v razdelku 3.1.1.2.1 ter 4.3.5.2.1.

##### **4.3.1 Uporaba določb podpoglavja 7.2 ZTFI**

Pravna pravila, navedena v obravnavanem podpoglavju, so kogentne narave, zato jih razen v primeru drugačnega zakonskega določila ali če je to v očitnem interesu stranke

---

<sup>234</sup> Glej 797. člen OZ.

<sup>235</sup> 203. člen ZTFI.

<sup>236</sup> 204. člen ZTFI.

<sup>237</sup> Glej 3. točko 1. odst. 33. člena ZTFI v zvezi z 204. členom, 4. odst. 238. člena, 3. odst. 245. in 2. odst. 267. člena ZTFI.

borznoposredniške družbe, ni mogoče spremeniti, izključiti ali se kakorkoli drugače dogovoriti. To pa ne velja v primeru profesionalnih strank, saj je za njih mogoče v celoti izključiti uporabo podpoglavja 7.2.<sup>238</sup> Rešitev se zdi sporna z več vidikov. Najprej pojmovni nesmisel. Stranke je (bilo) potrebno po novi ureditvi najprej razvrstiti v eno izmed treh kategorij: neprofesionalne, profesionalne ali primerne nasprotne stranke. Več o sami razvrstitvi in nivoju varstva, ki ga posamezna kategorija prinaša, v naslednjem oddelku. Kriteriji za določitev profesionalne stranke, od katerih je odvisna tudi določitev neprofesionalnih strank<sup>239</sup>, so navedeni v členih 207 do 209 ZTFI (torej v podpoglavju 7.2). Kako naj bi ob izključitvi podpoglavja 7.2, razvrstili stranke med profesionalne, obravnavali zahtevo za obravnavo slednje kot neprofesionalna stranka ali pa kot primerno nasprotno stranko, če za profesionalne stranke podpoglavje 7.2 v **celoti** (torej tudi določbe, ki so podlaga za razvrstitev) ne velja? Pojmovno in razumsko nemogoče, saj gre za začaran krog obveznosti definiranja kategorije stranke na podlagi zakonskih določb, ki za njeno kategorijo ne veljajo.

Sedaj še argumenti za trditev, da je možnost izključitve uporabe celotnega poglavja 7.2 za profesionalne stranke v nasprotju z določili MiFID in Izvedbene direktive, slednje predvsem v delu, ki obravnava izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko (t. i. »best execution«)<sup>240</sup>. Podrobnosti o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji so v oddelku 4.3.5. Nekatere od teh določb veljajo le za neprofesionalne stranke, spet druge pa tudi za profesionalne stranke. Le pri izvajanju storitev (poslov) za primerne nasprotne stranke določbe Izvedbene direktive na tem področju ne veljajo, razen če slednje zahtevajo obravnavo kot (ne)profesionalne stranke.

Če investicijska družba izvrši naročilo v imenu **neprofesionalne stranke**, se najboljši možni rezultat določi glede na skupno vrednost (*total consideration*) vseh naslednjih dejavnikov: cene, stroškov, hitrosti, verjetnosti izvedbe in poravnave, obsega, narave ali kakršnega koli drugega vidika v zvezi z izvajanjem naročila.<sup>241</sup> Očitno je mogoče to pravilo, ki je v ZTFI vsebovano v 1. odst. 226. člena, pogodbeno izključiti za profesionalne stranke. Izjemo od navedenega pravila

---

<sup>238</sup> 3. odst. 206. člena ZTFI.

<sup>239</sup> Neprofesionalna je vsaka druga stranka, razen profesionalne (3. odst. 12. člena ZTFI).

<sup>240</sup> 44. do 46. člen Izvedbene direktive in Recitali št. 66 do 76 k Izvedbeni direktivi.

<sup>241</sup> Glej 3. odst. 44. člena Izvedbene direktive in 1. odst. 21. člena MiFID.

predstavljajo specifična navodila stranke, pri čemer da stranka lahko navodila glede vseh dejavnikov<sup>242</sup> ali le glede nekaterih dejavnikov,<sup>243</sup> kar privede tudi do različnih pravnih posledic (*glej spodaj*). Ti dve določbi, torej 2. in 3. odst. 226. člena ZTFI, se, kot izhaja iz 2. odst. 44. člena Izvedbene direktive, uporabljata tako za neprofesionalne kot za profesionalne stranke. Možnost izključitve uporabe celotnega poglavja 7.2 je zato neustrezna. Delno sicer nastalo zagato rešuje Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, ki v 2. odst. 33. člena omejuje 1. odst. 226. člena zgolj na neprofesionalne stranke. Problema uporabe 2. in 3. odst. 226. člena ZTFI pa tudi podzakonski akt ne ureja.

Za izvajanje obveznosti iz 226. člena so borznoposredniške družbe dolžne oblikovati in uresničevati politiko izvrševanja naročil, ki mora vsebovati informacije o mestih, na katerih borznoposredniška družba izvršuje naročila strank, in o dejavnikih, ki vplivajo na izbiro mesta za izvršitev naročila stranke.<sup>244</sup> Ta obveznost borznoposredniške družbe velja za vse stranke, tako za neprofesionalne kot profesionalne.<sup>245</sup> V 2. odst. 46. člena Izvedbene direktive je v razmerju do neprofesionalnih strank izrecno predvidena obveznost borznoposredniških družb, da jih slednje na primeren način seznanijo s svojo politiko izvrševanja naročil. Ta obveznost se za profesionalne stranke torej lahko izključi kot tudi tista o izrecnem soglasju (neprofesionalne) stranke k politiki izvrševanja naročil. Za profesionalne stranke pa velja tudi določba 229. člena ZTFI, ki uzakonja najmanj letno preverjanje politike izvrševanja naročil s strani borznoposredniške družbe ter tudi obveščanje o morebitnih spremembah politike.<sup>246</sup> Vsaki stranki (razen seveda primerni nasprotni stranki) mora borznoposredniška družba na njeno zahtevo pokazati, da je njeno naročilo izvršila skladno s svojo politiko izvrševanja naročil. To je kogentna določba, ki je v nobenem primeru za profesionalne stranke ni mogoče izključiti.<sup>247</sup>

Pomanjkljiva je tudi definicija primerne nasprotne stranke v 1. odst. 235. člena ZTFI glede na 24. člen MiFID, saj ne določa treh investicijskih storitev in poslov, za katere je ta kategorija sploh

---

<sup>242</sup> 2. odst. 226. člena ZTFI.

<sup>243</sup> 3. odst. 226. člena ZTFI.

<sup>244</sup> 1. in 2. odst. 227. člena ZTFI.

<sup>245</sup> Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1373 in 1375.

<sup>246</sup> Glej 1. odst. 46. člena Izvedbene direktive.

<sup>247</sup> Tako tudi Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1376.

mogoča<sup>248</sup>, ampak zgolj izrecno omenja storitev izvrševanja naročil za račun strank. Še več, že omenjeni Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe v 1. odst. 39. člena v nasprotju s 1. odst. 24. člena MiFID določa, da borznoposredniška družba kot primerno nasprotno stranko prizna samo v zvezi z investicijskimi storitvami ali posli, za katere izpolnjuje pogoje za profesionalno stranko. V vsakem primeru bi moral že ZTFI izrecno omejiti status primerne nasprotne stranke na v opombi navedene tri investicijske storitve oziroma posle. Nič bolj ni bil zakonodajalec dosleden pri izključevanju določb, ki v nobenem primeru ne veljajo za primerne nasprotne stranke, ker bi med naštetih člene v 1. odst. 235. člena ZTFI spadala tudi določba 213. člena ZTFI (varovanje interesov strank), ki predstavlja prenos 1. odst. 19. člena MiFID, saj se za primerne nasprotne stranke 19. člen MiFID (v celoti) ne uporablja.<sup>249</sup>

Omeniti velja še dilemo, ki je v praksi povsem razjasnjena, a bi zgolj ob striktnem branju določbe ZTFI o primernih nasprotnih strankah lahko povzročila dodatno nejasnost, in sicer ali lahko fizična oseba pridobi status primerne nasprotne stranke. Odgovor je negativen, saj iz 2. in 3. odst. 24. člena MiFID jasno izhaja, da je primerna nasprotna stranka lahko le investicijsko podjetje, torej pravna oseba. Izrecna opredelitev primerne nasprotne stranke kot pravne osebe bi bila v 235. členu ZTFI dobrodošla.

Skleniti je mogoče z ugotovitvijo, da trenutno veljavna ureditev 7.2 poglavja ZTFI in podzakonski akt, izdan na tej podlagi, v nekaj točkah odstopa od veljavne evropske ureditve, zato je trenutno nemogoče ugotoviti, kaj je razlika med nivojem varstva profesionalnih in primernih nasprotnih strank, če se za obe kategoriji izključi celotno podpoglavje 7.2, oziroma v čem se razlikuje obravnava primerne nasprotne stranke, ki zahteva status profesionalne stranke. Menim, da parcialno reševanje zakonske materije s podzakonskimi akti ni pravilno niti ustrezno, zato bi ob morebitni noveli ZTFI s spremembo zakona lahko popravili (oziroma bi morali popraviti!) navedene napake. Zakaj zakonodajalec te priložnosti ni izkoristil že ob sprejemanju ZTFI-A, mi ni poznano.

---

<sup>248</sup> Na podlagi 1. odst. 24. člena MiFID je kategorija primernih nasprotnih strank omejena na:

- sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti,
- izvrševanje naročil za račun strank in
- poslovanje za svoj račun.

<sup>249</sup> 1. odst. 24. člena MiFID.

### 4.3.2 Razvrstitev strank po ZTFI

Stopnja zaščite strank po ZTFI je odvisna predvsem od njihove razvrstitve v eno od naslednjih kategorij<sup>250</sup>:

- profesionalne stranke (*professional clients*),
- neprofesionalne stranke (*retail clients*) in
- primerne nasprotne stranke (*eligible counterparties*).

Manj ko ima stranka znanja in izkušenj, večje zaščite je deležna s strani borznoposredniške družbe. Nudenje večje zaščite stranki je praviloma sorazmerno višjim stroškom, ki jih ima s tem družba in ki jih posledično nosi stranka.<sup>251</sup> Stranke lahko pod določenimi pogoji zahtevajo drugačno obravnavo od tiste, katere so deležne. ZTFI je v prehodnih in končnih določbah predvidel sistem prehoda na novo klasifikacijo strank. Natančnejši pregled področja sledi v nadaljevanju, a še pred obravnavo različnih kategorij in nivojev zaščite *strank* si je potrebno približje pogledati pojem stranke, ki se nenehno pojavlja.

#### 4.3.2.1 Kdo je stranka?

Skladno s 1. odst. 12. člena ZTFI je stranka vsaka fizična ali pravna oseba ali celota premoženja, ki nima pravne osebnosti, za katero investicijsko podjetje opravlja investicijske ali pomožne investicijske storitve. Po jezikovni razlagi in sklepanju *a contrario* sopogodbenik borznoposredniške družbe pri »poslih« (*activities*), ki jih slednja izvaja, ni stranka in zato ne more biti uvrščena v nobeno od treh kategorij in za katerega posledično ne velja celotno podpoglavje 7.2, saj se pravila varnega in skrbnega poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev (in ne tudi poslov!) nanašajo samo na stranke. Poleg tega se na stranke nanašajo tudi pravila o obvladovanju nasprotij interesov, vodenje evidence strank, skrbnega ravnanja s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank in podobno. Na žalost pa je v tem delu ZTFI in seveda MiFID pomanjkljiv v toliko, da ne razlikuje jasno med investicijskimi storitvami in posli. V podpoglavju 1.5 je podano stališče doktrine glede razlikovanja med storitvami in

---

<sup>250</sup> Razvrstitev strank skladno s podpoglavjem 7.2 je potrebno razlikovati od razvrstitve na dobro poučene vlagatelje po 2. poglavju ZTFI v zvezi s ponudbo vrednostnih papirjev javnosti. Več o tem v oddelku 4.1.2 (Ponudba vrednostnih papirjev javnosti).

<sup>251</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 102.

posli. »Kopja se lomijo« glede uvrstitve poslovanja za svoj račun bodisi med storitve bodisi med posle. Ne upoštevajoč ZTFI bi bilo mogoče sklepati, da poslovanje za svoj račun spada med »posle«, saj borznoposredniška družba v tem primeru ne opravlja nobene storitve za sopogodbenco in ni v ničemer dolžna skrbeti za njene interese, toda načinov (vrst) poslovanja za svoj račun je več in so predstavljeni v razdelku 4.3.5.2.1. Pod določenimi pogoji tudi poslovanje za svoj račun lahko pomeni izvrševanje naročil za stranko in v takih primerih je uvrstitev stranke v eno izmed kategorij nujna. Le v primeru »pravega« poslovanja za svoj račun (*»own account counterparty execution«*) torej ni mogoče govoriti o storitvi za stranko, ampak za posel v smislu ZTFI. Kako se v takem primeru imenuje sopogodbena, ZTFI in MiFID ne pojasnjujeta, saj tudi poslovanja za svoj račun detajlno ne obravnavata. Glede na trenutno normativno ureditev, nejasnost zakonske razlike med storitvami in posli in predvsem na dejstvo, da je za primerno nasprotno stranko (ki pa seveda lahko zahteva tudi drugačno obravnavo) predvideno, da opravlja »storitev« poslovanja za svoj račun, torej jo je bilo potrebno najprej klasificirati kot tako, se bolj nagibam k stališču, da je potrebno razvrstiti vse subjekte, za katere oziroma s katerimi borznoposredniške družbe opravljajo investicijske storitve in posle. V prid temu stališču govori tudi navedba Evropske komisije, in sicer v odzivu na dokument Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) glede izvršitve naročila pod najugodnejšimi pogoji za stranko<sup>252</sup>, v katerem pod točko 2 izrecno piše: »Menimo, da kadarkoli posameznik ali družba stopi v transakcijo z investicijsko družbo, to stori v funkciji bodisi primerne nasprotne stranke, neprofesionalne ali profesionalne stranke.«<sup>253</sup>

Ob tem se zavedam, da so tudi nasprotni argumenti močni, četudi resno dvomim, da bi zakonodajalec (tako evropski kot slovenski) tako pomembno vprašanje uporabe zakona prepustil ugibanjem in definiranju storitev in poslov brez zakonske podlage. Ob ustreznih zakonskih spremembah bi bila tudi ureditev, kjer bi bilo »pravo« poslovanje za svoj račun opredeljeno kot »posel« in da sopogodbena borznoposredniške družbe v takem primeru ni »stranka«, sicer

---

<sup>252</sup> Dokument št. CESR/07-320 Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Best Execution under MiFID – Q&A« (*Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko – vprašanja&odgovori*), maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).

<sup>253</sup> Enako stališče Evropska Komisija zavzame tudi v odgovoru na vprašanje št. 66 v Dokumentu Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 66 v zvezi s 3. odst. 19. člena MiFID in 28. členom Izvedbene direktive, z dne 03.08.2007, str. 65 in 66. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).



smiselna. A za tako sklepanje trenutno ne vidim dovolj oprijemljive zakonske (pravne) podlage.<sup>254</sup> Ne gre sicer pozabiti, da pri »pravem« poslovanju za svoj račun praviloma sodelujejo samo primerne nasprotne stranke, za katere pravila varnega in skrbnega poslovanja v večini ne veljajo, ampak kot že navedeno, se pojem stranke uporablja širše, torej tudi glede nekaterih organizacijskih zahtev.

Varovanje nepoučenih in neizkušenih strank je v zadnjih desetletjih v evropskem prostoru že stalnica. Sprejete so bile mnoge potrošniške direktive in na njenih podlagah zakoni (npr. Zakon o varstvu potrošnikov in Zakon o potrošniških kreditih), po katerih so potrošniki deležni posebnega varstva. Seveda potrošniki hkrati nastopajo tudi kot stranke v razmerju do borznoposredniških družb in je zato pri izvajanju investicijskih storitev in poslov potrebno vzeti v obzir oba pravna režima. A ustaljena definicija potrošnika (fizična oseba, ki pridobiva ali uporablja blago in storitve za namene izven njegove poklicne ali pridobitne dejavnosti) ni enaka definiciji neprofesionalne stranke po ZTFI.<sup>255</sup> Zato so mogoče oziroma zelo verjetne situacije, ko bo stranka po potrošniški zakonodaji ustrezala pogojem za »potrošnika«, a bo po ZTFI klasificirana kot profesionalna stranka. Mogoče pa je tudi obratno, torej da bo stranka po ZTFI neprofesionalna stranka, a ne bo hkrati potrošnik.

Vprašanje stranke se pojavi tudi v primeru, ko borznoposredniška družba izvaja investicijske storitve za drugo osebo, ki deluje kot agent (komisionar) za enega ali več vlagateljev. Ali je v primeru upravljanja premoženja (gospodarjenja s finančnimi instrumenti), ko upravljavec premoženja posreduje nalog borznemu posredniku, stranka borznega posrednika upravljavec premoženja ali vlagatelj? ZTFI izrecnega odgovora na to ne daje, a večinsko mnenje je, da je stranka borznoposredniške družbe v takem primeru upravljavec premoženja (ki praviloma deluje v svojem imenu, a za račun vlagatelja) in ne vlagatelj, ki je sicer njegova stranka.<sup>256</sup>

---

<sup>254</sup> Da zmeda glede razlikovanja med storitvami in posli ni prisotna samo v Sloveniji, ampak na evropskem nivoju pričča tudi opomba v: Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 104, opomba 68.

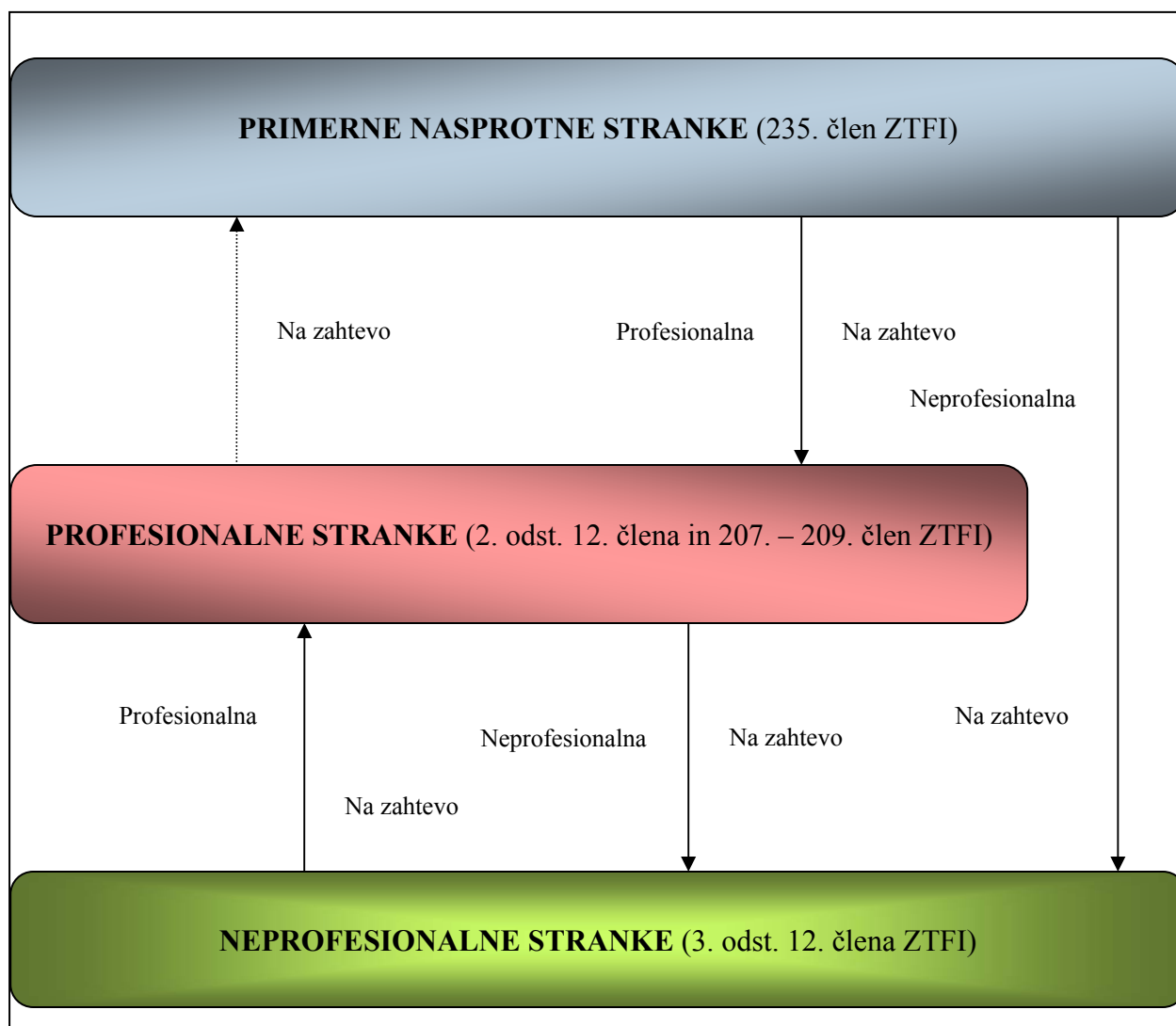
<sup>255</sup> Prim. 2. odst. 1. člena ZVPot-UPB2 in 3. odst. 12. člena ZTFI.

<sup>256</sup> Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 104 in 105.

#### 4.3.2.2 Profesionalne, neprofesionalne in primerne nasprotne stranke

ZTFI vprašanje klasifikacije strank ureja na treh mestih v zakonu, in sicer v 12. členu, oddelku 7.2.1 in 235. členu ZTFI. Pravilnemu razumevanje spodaj napisanega v zvezi z različnimi kategorijami strank in možnosti prehoda med njimi je v pomoč Slika št. 6.

Slika št. 6: Kategorizacija strank po ZTFI



Vir: Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka Izvedbene direktive<sup>257</sup>

<sup>257</sup> Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).

#### 4.3.2.2.1 *Profesionalne stranke*

Zakon pozna dve vrsti profesionalnih strank. Tiste, za katere se šteje, da so profesionalne stranke, če izpolnjujejo v zakonu določene kriterije (**profesionalne stranke *per se***). Slednje borznoposredniška družba obravnava kot profesionalne stranke, razen če zahtevajo, da se obravnavajo kot neprofesionalne stranke.<sup>258</sup> Za njih se predpostavlja, da imajo ustrezno strokovno znanje in izkušnje, da lahko same sprejemajo investicijske odločitve in ocenijo tveganje, povezano z njimi. Štiri kategorije profesionalnih strank po 207. členu ZTFI so:

- osebe, ki morajo pridobiti ustrezno dovoljenje pristojnega nadzornega organa države članice ali tretje države oziroma drugače pridobiti pravico delovati na finančnih trgih;<sup>259</sup>
- velika podjetja<sup>260</sup>;
- Republika Slovenija in druge države ali organi nacionalnih ali regionalnih oblasti, osebe javnega prava, ki upravljajo javni dolg, Banka Slovenije in druge centralne banke, mednarodne in nadnacionalne institucije, kot so Svetovna banka, Mednarodni denarni sklad, Evropska centralna banka, Evropska investicijska banka in druge podobne mednarodne organizacije;
- drugi institucionalni vlagatelji, katerih redna dejavnost je vlaganje v finančne instrumente.

Drugi sklop profesionalnih strank predstavljajo neprofesionalne stranke, ki želijo nižji nivo varstva, ki torej želijo postati profesionalne stranke.<sup>261</sup> Pomembni so tako kriteriji za »prekvalifikacijo« v profesionalno stranko kot tudi postopek z zahtevo za obravnavo kot profesionalna stranka. Za osebo, ki je v postopku pridobitve položaja profesionalne stranke, se ne domneva, da ima ustrezno strokovno znanje in izkušnje, da lahko sama sprejemajo investicijske odločitve in ocenijo tveganje, povezano z njimi.

Kriteriji za obravnavo neprofesionalne stranke kot profesionalno so kvalitativni in kvantitativni. Najprej mora borznoposredniška družba ustrezno oceniti strokovna znanja in izkušnje stranke, ki ob upoštevanju značilnosti poslov in storitev, ki jih namerava stranka naročiti pri

<sup>258</sup> Glej 1. in 2. odst. 207. člena ZTFI.

<sup>259</sup> V kolikor oseba nima ustreznega dovoljenja ali ni predmet nadzora bodisi države članice bodisi tretje države ne spada v to kategorijo in po tem kriteriju ne izpolnjuje pogojev za profesionalno stranko *per se*.

<sup>260</sup> Kriteriji po ZTFI za veliko družbo niso enaki kriterijem ZGD-1.

<sup>261</sup> 208. in 209. člen ZTFI.

borznoposredniški družbi, dajejo razumno zagotovilo, da je stranka sposobna sama sprejemati investicijske odločitve in razumeti pomen tveganj, povezanih s temi odločitvami.<sup>262</sup> Potem mora upoštevati še kvantitativen kriterij, pri čemer morata biti izpolnjena dva od treh naslednjih kriterijev:

- stranka je že opravila več poslov znatne vrednosti na ustreznih trgih, s povprečno pogostnostjo najmanj deset poslov na trimesečje v zadnjem letu,
- vrednost portfelja njenih naložb v finančne instrumente, vključno z denarnimi depoziti, presega 500.000 evrov,
- stranka najmanj eno leto dela ali je delala v finančnem sektorju na položaju, ki zahteva poznavanje poslov in storitev, ki jih namerava stranka naročiti pri borznoposredniški družbi.<sup>263</sup>

Strankina odpoved varstvu, ki ji ga zagotavlja položaj neprofesionalne stranke, ima učinek samo, če je:

- stranka je dala pisno zahtevo, v kateri je izrecno navedla, da želi obravnavo kot profesionalna stranka bodisi na splošno bodisi glede v zahtevi določene posamezne storitve oziroma posla ali glede v zahtevi določene vrste storitev oziroma produktov,
- borznoposredniška družba stranki dala jasno pisno opozorilo o varstvu in pravicah, ki jih lahko izgubi ter o pravicah na podlagi jamstva za terjatve vlagateljev, ki jih stranka z obravnavo kot profesionalna stranka lahko izgubi,
- stranka v posebnem zapisu, ki ni obsežen v pogodbi o storitvah, dala pisno izjavo, da razume posledice izgube varstva in pravic iz prejšnje alineje.<sup>264</sup>

V kolikor borznoposredniška družba ugotovi, da stranka ne izpolnjuje več pogojev za obravnavo kot profesionalna stranka (o čemer mora stranka borznoposredniško družbo obveščati), jo borznoposredniška družba lahko »prekvalificira« v neprofesionalno stranko.<sup>265</sup>

---

<sup>262</sup> Glej 4. in 5. odst. 208. člena ZTFI.

<sup>263</sup> 6. odst. 208. člena ZTFI.

<sup>264</sup> 1. odst. 209. člena ZTFI.

<sup>265</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 114.

Četudi imata obe obravnavani kategoriji (profesionalne stranke *per se* in profesionalne stranke na zahtevo) formalno enak status, to še ne pomeni, da v določenih situacijah zanje ne izhajajo različne pravne posledice. Navedeno iz ZTFI ne izhaja, saj je (tudi) v tem delu implementacija določb Izvedbene direktive v naš pravni red zatajila. Razlika v obravnavi navedenih kategorij profesionalnih strank se kaže pri t. i. pojasnilnih obveznostih, ki jih ZTFI ureja v 214. in 215. členu, Izvedbena direktiva pa v 35. do 39. členu. Več in podrobneje o pojasnilnih obveznostih v oddelku 4.3.3. V primeru izvajanja storitve investicijskega svetovanja ali gospodarjenja s finančnimi instrumenti mora borznoposredniška družba od strank v naprej pridobiti določene informacije, da lahko presodi, katere storitve in finančni instrumenti so zanje primerni (*»test of suitability«*). Kar zadeva profesionalnih strank Izvedbena direktiva v 2. odst. 35. člena med drugim določa, da lahko v primeru izvajanja investicijskega svetovanja za profesionalno stranko, ki jo kot tako opredeljuje Oddelek 1 Priloge II k MiFID (gre za profesionalne stranke *per se*), borznoposredniška družba predpostavlja, da je stranka sposobna finančno prenesti vsa morebitna investicijska tveganja v skladu z investicijskimi cilji navedene stranke. Za profesionalne stranke na zahtevo taka domneva borznoposredniške družbe ni dopustna.<sup>266</sup> Slovenski zakonodajalec bo moral ob prvi naslednji noveli ZTFI tudi to določbo Izvedbene direktive ustrezno prenesti v slovenski pravni red.

Argumenti za nepravilno možnost izključitve uporabe celotnega 7.2 poglavja ZTFI za profesionalne stranke so predstavljeni v oddelku 4.3.1. Poleg določb 207. do 209. člena, 2. in 3. odst. 226. člena, 1. in 2. odst. 227. člena in 229. člena ZTFI je za profesionalne stranke na zahtevo kogentna tudi določba (ki je še ni!) o obvezni presoji, ali je stranka sposobna finančno prenesti vsa morebitna investicijska tveganja v skladu z investicijskimi cilji navedene stranke.

Profesionalna stranka lahko skladno s 4. odst. 207. člena ZTFI zahteva obravnavo kot neprofesionalna stranka. V diskreciji borznoposredniške družbe je odločitev, ali bo sprejela zahtevo in stranko obravnavala kot neprofesionalno ali pa bo zahtevo zavrnila.<sup>267</sup> Takšno

---

<sup>266</sup> To potrjuje tudi Evropska Komisija v odgovoru na vprašanje št. 152.2 v Dokumentu Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 152.2 v zvezi z Oddelkom 2, Priloge II k MiFID, z dne 19.11.2007, str. 132. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>267</sup> Dokument Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 104 v zvezi z Oddelkom 1, Priloge II k MiFID, z dne 03.08.2007, str. 129. Nazadnje spremenjen

sklepanje implicitno izhaja tudi iz navedenega člena ZTFI, saj določa, da mora glede na višjo raven varstva »...pisna pogodba o storitvah vsebovati...«, iz česar je mogoče sklepati, da borzno-posredniška družba, v kolikor ne podpiše nove pogodbe, zahtevkov zavrne. Praktična sankcija za zavrnitev zahteve je lahko, da bo stranka odšla k drugi borzno-posredniški družbi.

#### **4.3.2.2.2 Neprofesionalne stranke**

Neprofesionalna stranka je vsaka druga stranka razen profesionalne.<sup>268</sup> Deležna je najvišje stopnje zaščite. Neprofesionalna stranka lahko postane profesionalna (*glej zgoraj*), a ne tudi primerna nasprotna stranka (vsaj ne direktno oziroma sploh ne, če gre za fizično osebo), medtem ko primerno nasprotna stranka lahko postane neprofesionalna stranka (*glej spodaj*). Neprofesionalna stranka je praviloma tudi potrošnik, a to ni nujno.<sup>269</sup>

#### **4.3.2.2.3 Primerne nasprotne stranke**

ZTFI niti MiFID ne vsebujeta definicije primerne nasprotne stranke. Ureditev v 235. členu ZTFI je glede na 24. člen MiFID in 50. člen Izvedbene direktive pomanjkljiva, kar je bilo pokazano v oddelku 4.3.1, zato izhajam iz evropske in ne slovenske ureditve.

Prvič, primerna nasprotna stranka je *stranka* v smislu MiFID<sup>270</sup>, kar je pomemben podatek za uporabo npr. določb o obvladovanju nasprotij interesov in pravil o skrbnem varovanju s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank. Drugič, stranka ima lahko položaj primerno nasprotne stranke samo, ko ji borzno-posredniška družba nudi storitve sprejemanja in posredovanja naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti, izvrševanja naročil za račun strank in poslovanje za svoj račun ter pomožne investicijske storitve v zvezi s temi tremi investicijskimi storitvami in posli. Pri vseh ostalih investicijskih storitvah ima stranka položaj profesionalne stranke. Kategorija primernih nasprotnih strank predstavlja podmnožico profesionalnih strank (Slika št. 7) oziroma primerne nasprotne stranke so »superprofesionalci«.

---

dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

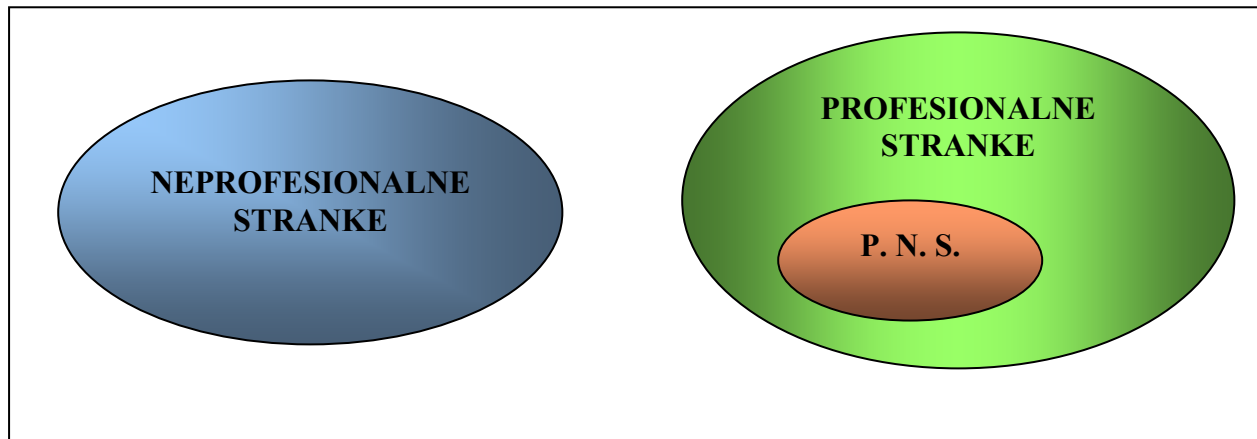
<sup>268</sup> 3. odst. 12. člena ZTFI.

<sup>269</sup> Več o tej temi v pododdelku 4.3.2.1 in podglavju 4.5.

<sup>270</sup> Recital št. 40 k Izvedbeni direktivi.

Tretjič, fizična oseba ne more postati primerno nasprotna stranka.<sup>271</sup> Četrtrič, za razliko od profesionalnih strank, ko pravila varnega in skrbnega poslovanja veljajo, če jih pogodbeno ne izključijo (a ne vseh!), za primerne nasprotne stranke velja, da pravila varnega in skrbnega poslovanja ne veljajo, razen če se dogovorijo drugače.<sup>272</sup>

Slika št. 7: Primerne nasprotne stranke



Podobno kot pri profesionalnih strankah, tudi pri primerno nasprotnih strankah obstajata dve kategoriji, in sicer primerne nasprotne stranke, ki jih kot take določa zakon (*per se*) in primerne nasprotne stranke na zahtevo. V prvo kategorijo spadajo:

- investicijsko podjetje,
- kreditna institucija,
- zavarovalnica oziroma pozavarovalnica,
- kolektivni naložbeni podjemi UCITS in družbe, ki upravljajo te podjeme,
- pokojninski skladi in družbe, ki upravljajo te sklade,
- druge nadzorovane finančne družbe,
- osebe iz 11. in 12. točke prvega odstavka in iz drugega odstavka 34. člena ZTFI.<sup>273</sup>

Kar zadeva primerne nasprotne stranke na zahtevo, je v MiFID oziroma v 1. odst. 50. člena Izvedbene direktive določena možnost, da države članice implementirajo pravilo, po katerem se profesionalna stranka (družba) lahko klasificira kot primerna nasprotna stranka. Torej, možno je,

<sup>271</sup> 1. odst. 50. člena Izvedbene direktive.

<sup>272</sup> Prim. 1. odst. 24. člena MiFID in 1. odst. 235. člena ZTFI.

<sup>273</sup> 2. odst. 235. člena ZTFI.

da v vseh državah članicah ne poznajo možnosti prehoda med profesionalnimi in primernimi nasprotnimi strankami. Slovenija je tako možnost prenesla v 39. člen Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, kjer je določeno, da lahko tako profesionalne stranke *per se* kot tudi tiste na zahtevo postanejo primerne nasprotne stranke. Teoretično lahko torej neprofesionalna stranka, ki ni fizična oseba, postane tudi primerna nasprotna stranka, če je bila vmes seveda profesionalna stranka. Diskrecija držav članic pri določanju obsega primernih nasprotnih strank lahko privede do vpliva na čezmejno poslovanje, saj je to načelo v tem primeru postavljeno v drugi plan in je v pomembnejše, iz katere države investicijska družba prihaja.<sup>274</sup>

Uvrstitev med primerne nasprotne stranke ne izključuje pravice te osebe, da zahteva bodisi na splošno bodisi v zvezi s posameznim poslom, da jo borznoposredniška družba obravnava bodisi kot profesionalno bodisi kot neprofesionalno stranko. Seveda se borznoposredniška družba lahko tudi ne strinja z višjim nivojem varstva<sup>275</sup> in v skrajnem primeru, če ne pride do dogovora, lahko izgubi stranko. Če primerna nasprotna stranka zahteva obravnavo kot stranka, za katero se uporablja višji nivo varstva, ne zahteva pa izrecno obravnave kot neprofesionalna stranka, jo borznoposredniška družba obravnava kot profesionalno stranko.<sup>276</sup>

#### **4.3.2.3 Prehodna določba ZTFI in razvrstitev strank**

Skladno z 2. in 3. odst. 574. člena ZTFI je lahko borznoposredniška družba po začetku uporabe pododdelka 7.2.1 ZTFI kot profesionalno stranko obravnavala stranko, ki jo je pred začetkom uporabe navedenih določb razvrstila med profesionalne stranke ali dobro poučene vlagatelje, če je razvrstitev temeljila na taki oceni strokovnega znanja in izkušenj teh strank, ki ob upoštevanju značilnosti poslov ali storitev, ki jih opravlja za to stranko, daje zadostno zagotovilo, da je stranka sposobna sprejemati lastne naložbene odločitve in oceniti tveganja, povezana s temi odločitvami. Borznoposredniška družba je morala do začetka uporabe pododdelka 7.2.1 tega zakona tako stranko obvestiti, da jo bo obravnavala kot profesionalno stranko po ZTFI in o pogojih za obravnavo strank.

---

<sup>274</sup> Podrobneje o tem glej Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 118.

<sup>275</sup> Prim. 2. odst. 50. člena Izvedbene direktive in 3. odst. 235. člena ZTFI.

<sup>276</sup> 1. odst. 40. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.



Tovrstna določba je sicer prijazna do borznoposredniških hiš v toliko, da jim je omogočala razvrstitev strank med profesionalne, brez upoštevanja kvantitativnega kriterija, a je hkrati ta rešitev odpirala možnost za precejšnjo mero arbitrarnosti borznoposredniških družb, ki so se potem v nekaterih primerih soočale z zahtevki za obravnavo kot neprofesionalna stranka.

### 4.3.3 Pojasnilne obveznosti

Že ZTVP-1 je določal obveznost borznoposredniške družbe, da si prizadeva od stranke pridobiti ustrezne podatke o izkušnjah stranke na področju naložb v vrednostne papirje, o njenih finančnih možnostih in njenih namenih v zvezi z naložbami v vrednostne papirje, ki so pomembni za zaščito interesov stranke v zvezi s storitvami, ki jih stranki nudi.<sup>277</sup> ZTFI je sistem nadgradil in od obveznosti »prizadevanja« prešel k trem različnim načinom »spoznavanja« stranke z namenom pojasniti stranki (zato tudi pojasnilne obveznosti), katere investicijske storitve ali finančni instrumenti so za stranko primerni in ustrezni. V 214. členu ZTFI sta opredeljena t. i. test primernosti (*»test of suitability«*) in test ustreznosti (*»test of appropriateness«*). V 215. členu pa so določeni pogoji za t. i. *»execution-only«*, kar za namen te naloge prevajam kot neposredno izvrševanje naročil. Pojasnilne obveznosti se nanašajo samo na investicijske storitve in ne tudi na pomožne investicijske storitve, kar izhaja iz jezikovne razlage 1. in 2. odst. 214. člena ZTFI.

#### 4.3.3.1 Primernost

Presoja primernosti investicijske storitve in finančnega instrumenta za stranko je urejena v 1. odst. 214. člena ZTFI in je omejena na izvajanje storitve investicijskega svetovanja<sup>278</sup> in gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Pred začetkom opravljanja teh dveh investicijskih storitev je borznoposredniška družba dolžna od stranke pridobiti informacije o njenem znanju in izkušnjah, pomembnih za neko vrsto produkta ali storitve, o njenem finančnem položaju in njenih naložbenih ciljih. V kolikor stranka ne posreduje navedenih podatkov, borznoposredniška družba ne sme opraviti storitve investicijskega svetovanja ali gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Zakon ne predpisuje, koliko časa še lahko največ preteče med izvedbo testa primernosti in

---

<sup>277</sup> 3. odst 139. člena ZTVP-1.

<sup>278</sup> Za splošen nasvet, npr. splošno priporočilo kupiti delnice, se test primernosti ne uporablja.

dejansko izvedbo storitve, ampak je odgovornost družbe, da presodi, ali je zaradi pretečenega časa določena storitev ali instrument za stranko še primerna.

Še enkrat več tudi določbe o ugotavljanju primernosti storitve ali instrumenta v ZTFI in sklepu ATVP ne odsevajo ureditve v MiFID in Izvedbeni direktivi. Tako ZTFI ne določa kriterijev za določitev obsega informacij, ki jih mora borznoposredniška družba pridobiti in ki jih sicer vsebuje Izvedbena direktiva v 1. odst. 35. člena. Informacije morajo biti zadostne, da se lahko borznoposredniška družba:

- seznaniti z osnovnimi podatki o stranki in
- da verjame, da transakcija, ki bo priporočena ali sklenjena v okviru gospodarjenja s finančnimi instrumenti, izpolnjuje naslednje kriterije:
  - o uresničuje investicijske cilje zadevne stranke;
  - o stranki omogoča, da finančno prenese vsa morebitna investicijska tveganja v skladu z investicijskimi cilji;
  - o stranki daje potrebne izkušnje in znanje, da razume tveganja, povezana s transakcijo ali z gospodarjenjem s finančnimi instrumenti.

Prav tako niti ZTFI niti Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe ne določata, da borznoposredniška družba ne sme vzpodbujati stranke, da ji ne zagotovi podatkov za namen izvedbe testa primernosti.<sup>279</sup>

Test primernosti je obvezen za neprofesionalne stranke in profesionalne stranke, a je za slednje na podlagi 3. odst. 206. člena ZTFI, uporabo te določbe mogoče v celoti izključiti. V Izvedbeni direktivi, ne pa tudi v naši zakonodaji!, je določeno, da za profesionalne stranke borznoposredniška družba lahko predpostavlja, da ima stranka v zvezi s produkti, transakcijami in storitvami, za katere je tako uvrščena, potrebno stopnjo izkušenj in znanja. Ta možnost domneve glede znanja in izkušenj se nanaša tako na investicijsko svetovanje kot na gospodarjenje s finančnimi instrumenti ter zadeva vse profesionalne stranke (*per se* in na zahtevo). Poleg tega pa lahko v primeru izvajanja investicijskega svetovanja za profesionalno stranko *per se*

---

<sup>279</sup> Prim. 2. odst. 37. člena Izvedbene directive in 3. odst. 22. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, ki se izrecno nanaša samo na test ustreznosti in ne tudi na test primernosti.

borznoposredniška družba predpostavlja, da je stranka sposobna finančno prenesti vsa morebitna investicijska tveganja v skladu z investicijskimi cilji navedene stranke. Za profesionalne stranke na zahtevo taka domneva borznoposredniške družbe ni dopustna. Za primerne nasprotne stranke že po določbi 1. odst. 235. člena ZTFI pojasnilne obveznosti ne veljajo.

Bistvo pridobivanja informacij o stranki je, da na podlagi poznavanja njenih interesov in zmožnosti, kar je v skladu s temeljnim načelom varovanja interesov strank, borznoposredniška družba priporoči stranki *primerno* storitev ali instrument. Ni dolžnost družbe, da stranki priporoči *najprimernejšo* storitev ali instrument, zato poleg priporočene storitve ali instrumenta lahko obstaja tudi kakšna druga storitev ali instrument, ki je za stranko primernejša. Toda v kolikor se družba zaveže za stranko raziskati določen del trga, da ji najde primeren instrument, zelo verjetno ne bi bilo skladno s temeljnim načelom skrbnega, poštenega ravnanja s profesionalno skrbnostjo v skladu z varovanjem interesov stranke, če bi borznoposredniška družba prenehala z raziskavo trga ob prvem za stranko primernem finančnem instrumentu.<sup>280</sup>

Borznoposredniške družbe se v praksi poslužujejo vprašalnika (t. i. profila investitorja), katerega izpolni (v praksi »odkljuka«, saj so odgovori izbirni in ne opisni) stranka pred izvedbo storitve investicijske svetovanja ali gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Zaradi množice strank, odločanje o primernosti določene storitve ali instrumenta, ni personalizirano, v smislu osebne odločitve uslužbenca družbe po preudarku v vsakem konkretnem primeru posebej, ampak temelji na računalniški matriki, ki v primeru označitve določenih odgovorov rezultira v (ne)priporočitvi določenega finančnega instrumenta ali investicijske storitve. Tak način je dober z vidika ekonomike poslovanja, a je lahko vprašljiv, saj v vprašalnik ni mogoče vnesti prav vseh možnosti in po principu »obkroži pravilni odgovor« ustrezno oceniti npr. znanje in izkušnje stranke.

Situacije, ko borznoposredniška ugotovi, da določena investicijska storitev ali finančni instrument za stranko nista primerna, a stranka pri njeni izvršitvi vztraja, ZTFI niti MiFID izrecno ne predvidevata. Najustreznejša rešitev se zdi, da družba izvršitev takega naročila obravnava ločeno od predhodnega priporočila, a ne v okviru neposredne izvršitve naročila

---

<sup>280</sup> Tako tudi Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 167.

(*execution-only*) po 215. členu ZTFI, saj je družba svetovala stranki v zvezi s transakcijo. Potreben je torej test ustreznosti po 2. do 5. odstavku 214. člena ZTFI, tako da bo družba v končni fazi stranko opozorila, da investicijska storitev ali produkt zanjo ni primeren, in izvršila naročilo.<sup>281</sup>

#### 4.3.3.2 Ustreznost

Za razliko od testa primernosti, ko je naloga borznoposredniške družbe priporočiti, kaj je primerna investicijska storitev ali finančni instrument za stranko, je test ustreznosti (*»test of appropriateness«*) investicijske storitve ali produkta manj zahteven, saj od borznoposredniške družbe zahteva zgolj ocenitev strankinega znanja in izkušenj z namenom ugotoviti, ali razume investicijske storitve in produkte, katere želi naročiti. Vprašanje, ali je zadevna investicijska storitev ali produkt za stranko primerna, ni predmet testa ustreznosti.

Test ustreznosti se nanaša na vse investicijske storitve, razen na storitvi investicijskega svetovanja in gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Zahteva se zgolj podatke o strankinem znanju in izkušnjah in ker se te ne spreminjajo tako hitro kot npr. naložbeni cilji stranke, je test ustreznosti manj intenziven in predvsem ne nujno tako pogost kot test primernosti.

Enako kot za test primernosti tudi za test ustreznosti velja, da se nanaša samo na investicijske storitve in ne tudi zgolj na pomožne investicijske storitve. Če se pomožne investicijske storitve opravljajo skupaj z investicijskimi storitvami, je test ustreznosti lahko relevanten.

Za primerne nasprotne stranke test ustreznosti že *ex lege* ne velja.<sup>282</sup> Za neprofesionalne stranke velja vedno. Kako je s profesionalnimi strankami, pa za razliko od Izvedbene direktive ZTFI molči. Izvedbena direktiva v 36. členu določa, da ima borznoposredniška družba pravico, da predpostavlja, da ima profesionalna stranka potrebne izkušnje in znanje, da razume tveganja, ki jih vsebujejo navedene investicijske storitve ali transakcije ali vrste transakcij ali produktov, za katere je stranka uvrščena kot profesionalna stranka. Ali se do enakega rezultata (torej neuporabe testa ustreznosti) lahko pride s pomočjo razlage nekaterih določb ZTFI? Menim da je odgovor na

---

<sup>281</sup> Ibidem, str. 169.

<sup>282</sup> 1. odst. 235. člena ZTFI.

to vprašanje pozitiven, saj 2. odst. 12. člena ZTFI določa, da stranka, ki ima status profesionalne stranke, razpolaga z ustreznim strokovnim znanjem in izkušnjami, da lahko sama sprejema investicijske odločitve in oceni tveganje, povezano z njimi. Ravno namen testa ustreznosti je pridobiti podatke o strankinem znanju in izkušnjah ter na tej podlagi oceniti ustreznost finančnega instrumenta ali storitve zanjo, kar pa ni smiselno, če stranka potrebno znanje in izkušnje že ima. Zato menim, da borznoposredniške družbe lahko predpostavljajo ustreznost znanja in izkušenj v primeru profesionalnih strank, tako tistih *per se* kot profesionalnih strank na zahtevo. Obenem pa to v ničemer ne odvezuje zakonodajalca, da v izogib dvomom, to tudi izrecno zapiše v zakon, kot je to storil evropski zakonodajalec, kajti v praksi se tudi za profesionalne stranke test ustreznosti izvaja.

Pri testu ustreznosti gre predvsem za obveznost »iskanja informacij«, medtem ko je pri testu primernosti v ospredju »pridobitev informacij« o stranki.<sup>283</sup> Posledično lahko borznoposredniška družba izvrši transakcijo, četudi stranka podatkov ne želi posredovati ali posreduje le nepopolne podatke, a mora stranko najprej obvestiti (lahko v standardni obliki), da zaradi take odločitve ne more oceniti, ali je vrsta investicijskih storitev ali produktov, ki jih ponuja tej stranki oziroma ki jih namerava ta stranka naročiti, primerna zanjo.<sup>284</sup> V primeru testa primernosti takšno postopanje ni dopustno. Borznoposredniška družba ne sme vzpodbujati stranke, da le-ta ne posreduje informacij družbi, kar je tudi izrecno zapisano v 3. odst. 22. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, a kot že navedeno, bi se ta opustitev družbe morala nanašati tudi na test primernosti (*glej zgoraj*).

Če borznoposredniška družba na podlagi informacij, ki jih prejme, oceni, da investicijska storitev ali produkt ni primeren za stranko, jo mora na to opozoriti, ob vztrajanju stranke pa transakcijo izvršiti.

Iz prehodnih določb ZTFI sicer ne izhaja, a v Recitalu št. 59 k Izvedbeni direktivi je določeno, da se šteje, da ima stranka, ki se ukvarja s posli v zvezi z določeno vrsto produkta ali storitve, ki se začenjajo pred datumom začetka uporabe MiFID, potrebne izkušnje in znanje, da razume

---

<sup>283</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 23. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).

<sup>284</sup> 4. odst. 214. člena ZTFI.

tveganja, povezana z navedenim produktom ali investicijsko storitvijo. Če se stranka ukvarja s posli navedene vrste preko storitev investicijske družbe, ki se začnajo po datumu začetka uporabe navedene direktive, družbi ni treba pripraviti nove ocene za vsako posamezno transakcijo. Svojo dolžnost investicijska družba izpolni, če pred začetkom opravljanja storitve pripravi potrebno oceno ustreznosti.

Tabela št. 3: Primerjava režima primernosti in ustreznosti

	<b>PRIMERNOST</b>	<b>USTREZNOST</b>
<b>Na katere storitve se nanaša pojasnilna obveznost?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- investicijsko svetovanje</li> <li>- gospodarjenje s finančnimi instrumenti</li> </ul>	Za vse ostale investicijske storitve, razen za investicijsko svetovanje in gospodarjenje s finančnimi instrumenti
<b>Na katere finančne instrumente se nanaša pojasnilna obveznost?</b>	Na vse finančne instrumente v smislu ZTFI	Na zapletene finančne instrumente in tudi za nezapletene finančne instrumente, če storitev neposredne izvršitve naročila ni izvršena na pobudo stranke ali če stranka ni bila seznanjena z možnostjo borznoposredniške družbe, da ni dolžna presoјati ustreznosti storitve/finančnega instrumenta za stranko
<b>Kaj mora borznoposredniška družba preveriti, da lahko izpolni pojasnilno obveznost?</b>	Strankino: <ul style="list-style-type: none"> <li>- znanje</li> <li>- izkušnje</li> <li>- finančni položaj</li> <li>- naložbeni cilji</li> </ul>	Strankino: <ul style="list-style-type: none"> <li>- znanje</li> <li>- izkušnje</li> </ul>
<b>Kaj zajema pojasnilna obveznost?</b>	Priporočiti stranki katere storitve oziroma instrumenti so zanjo primerni	Oceniti ali je investicijska storitev oziroma produkt za stranko ustrezen
<b>Katera kategorija strank je podvržena pojasnilni obveznosti?</b>	Neprofesionalne stranke  Profesionalne stranke, pri katerih se potrebno znanje in izkušnje predvideva ter v primeru profesionalnih strank <i>per se</i> glede investicijskega svetovanja lahko predpostavlja, da je stranka sposobna finančno prenesti vsa morebitna investicijska tveganja v skladu z investicijskimi cilji navedene stranke	Neprofesionalne stranke  Profesionalne stranke, pri katerih se lahko potrebno znanje in izkušnje predpostavlja
<b>Kaj če stranka ne poda zahtevane informacije?</b>	Borznoposredniška družba stranki ne more priporočiti investicijske storitve ali finančnega instrumenta	Borznoposredniška družba lahko opravi investicijsko storitev, če opozori stranko, da ne more oceniti ali je nek produkt ali storitev zanjo ustrezena
<b>Ali je potrebno informacije stranke preveriti?</b>	Borznoposredniška družba se lahko zanese na informacije, ki jih posreduje stranka, razen če ve ali bi	Borznoposredniška družba se lahko zanese na informacije, ki jih posreduje stranka, razen če ve ali bi

	morala vedeti, da so informacije zastarele, nepopolne in netočne.	morala vedeti, da so informacije zastarele, nepopolne in netočne.
--	---	---

Vir: MiFID – Allen & Overy Briefing Paper No. 6 (appropriateness)<sup>285</sup>

#### 4.3.3.3 *Neposredna izvršitev naročila (»execution-only«)*

Neposredna izvršitev naročila (»execution-only«) predstavlja izjemo od pojasnilnih obveznosti, natančneje izjemo od obveznosti izvajanja testa ustreznosti. Kot izjema je podvržena nekaterim pogojem, ki morajo biti izpolnjeni, da se neposredna izvršitev naročila lahko uveljavi. Spodnji pogoji morajo biti izpolnjeni kumulativno. Če eden ni, potem mora družba opraviti postopek s testom ustreznosti, kot je opisan v prejšnjem pododdelku.

Prvi pogoj, ki mora biti izpolnjen za neposredno izvršitev naročila, je vezan na vrsto investicijskih storitev. Zgolj v primeru sprejemanja in posredovanja naročil ter izvrševanja naročil stranke je mogoča neposredna izvršitev naročila. Pomožne investicijske storitve, ki jih borznoposredniške družbe opravljajo skupaj z navedenima investicijskima storitvama, niso ovira za neposredno izvršitev naročila.<sup>286</sup>

Drugi pogoj se nanaša na vrsto finančnih instrumentov, in sicer je neposredno izvrševanje naročil dopustno, če se navedene storitve nanašajo na enega od naslednjih finančnih instrumentov:

- na delnice, ki so uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu ali na enakovrednem trgu v tretji državi,
- na instrumente denarnega trga,
- na obveznice in druge oblike dolžniških finančnih instrumentov, razen tistih, ki imajo značilnost izvedenih finančnih instrumentov,
- na enote kolektivnih naložbenih podjetij UCITS ali
- na druge nezapletene finančne instrumente.

Kot je razvidno iz seznama gre za nezapletene finančne instrumente, pri čemer velja poudariti, da stopnja (ne)zapletenosti ni nujno povezana s tveganji, ki jih finančni instrument prinaša. Po

<sup>285</sup> Dokument je dostopen na spletni strani:  
<http://elink.allenoverly.com/getFile.aspx?ItemType=Bulletin&id=eadde7a3-a03a-4574-98d3-2e74894b0f31>  
(01.09.2008).

<sup>286</sup> Prim. 215. člen ZTFI.

mnenju Evropske Komisije je za presojo zapletenosti finančnega instrumenta odločilna struktura instrumenta, saj je od zapletenosti strukture finančnega instrumenta odvisno tudi razumevanje tveganja, ki ga instrument prinaša.<sup>287</sup> Predvsem zato se vsi izvedeni finančni instrumenti štejejo za zapletene finančne instrumente, četudi ekonomsko gledano nekateri morda niso visoko tvegani.

Kateri so »drugi nezapleteni finančni instrumenti«, določa 4. odst. 22. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe. Gre za finančne instrumente:

- ki se ne štejejo za izvedeni finančni instrument,
- glede katerih obstajajo pogoste priložnosti za odsvojitve, odkup ali drugačno realizacijo finančnega instrumenta po cenah, ki so javno dostopne tržnim udeležencem in so tržne cene ali cene, dane na voljo ali potrjene s sistemi vrednotenja, ki so neodvisni od izdajatelja,
- ki ne vključuje nikakršne dejanske ali morebitne obveznosti za stranko, ki presega stroške pridobivanja finančnega instrumenta,
- glede katerega so ustrezni in razumljivi podatki o značilnostih finančnega instrumenta javno na voljo, tako da ima stranka možnost, da presodi, ali naj sklene posel s finančnim instrumentom ali ne.<sup>288</sup>

Tretji pogoj je, da borznoposredniška družba opravlja navedene storitve na pobudo stranke oziroma morebitne stranke. Kaj natančneje naj bi to pomenilo, ZTFI ne razloži. Iz Recitala št. 30 k MiFID je mogoče sklepati, da gre za storitev na pobudo stranke v vseh primerih, razen če jo stranka zahteva kot odziv na *posamezniku prilagojeno sporočilo* s strani družbe, ki vsebuje vabilo ali naj bi vplivalo na stranko v zvezi z nekim finančnim instrumentom ali neko transakcijo. Poleg tega se za storitev lahko šteje, da je zagotovljena na pobudo stranke, ne glede na to, da jo stranka zahteva na podlagi kakršnega koli sporočila, ki vsebuje reklamo za finančne instrumente ali

---

<sup>287</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 23. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).

<sup>288</sup> O tem ali so strukturirani produkti zapleteni ali nezapleteni finančni instrumenti zelo poglobljeno v: Mnenje Finske zveze strukturiranih produktov z naslovom »Should Structured Products be Defined as Complex or Non-Complex?« (*Ali naj bodo strukturirani produkti definirani kot kompleksni ali nekompleksni finančni instrumenti?*), 30. oktobra 2007. Dostopno na spletni strani: <http://sijoitustuotteet.fi/fileUpload/Docs/SP%20complex%20or%20non-complex2.pdf> (01.09.2008).



ponudbo zanje na kakršen koli način in ki je po svoji naravi splošna in je naslovljena na javnost ali večjo skupino ali kategorijo strank ali potencialnih strank. Pojma posamezniku prilagojeno sporočilo MiFID ne pojasni. Gotovo to ne pomeni, da v primeru dalj časa trajajočega poslovnega razmerja med borznoposredniško družbo in stranko investicijska storitev ne more biti izvršena na pobudo stranke.<sup>289</sup>

Borznoposredniška družba mora stranko jasno seznaniti, npr. z obvestilom v standardizirani obliki, da pri opravljanju teh storitev ni dolžna presojeti ustreznosti finančnih instrumentov oziroma storitev.

Peti pogoj pa zahteva od borznoposredniških družb, da upoštevajo določbe o obvladovanju nasprotij interesov, kar je ena izmed organizacijskih zahtev, ki jih morajo družbe, ki želijo opravljati investicijske storitve in posle vedno izpolnjevati.

#### **4.3.4 Zakonita zastavna pravica po ZTFI in zavarovanje po ZFZ**

ZTFI je v 4. odst. 206. člena premierno vpeljal zakonito zastavno pravico borznoposredniške družbe (in banke) na vseh finančnih instrumentih in denarnih zneskih, ki jih je le-ta dobila pri opravljanju storitev za stranko, in sicer za terjatve do strank, nastalih na podlagi pogodbe o opravljanju investicijskih ali pomožnih investicijskih storitev za stranko.<sup>290</sup> Z njenim nastankom, s »konkurenco« z Zakonom o finančnih zavarovanjih<sup>291</sup> (ZFZ) in posledicami stečajnega postopka na to zastavno pravico so se v praksi odprla nekatera vprašanja. Izrecna ureditev tega instituta v ZTFI je smiselna, tako da so vsi dvomi o tem, ali se lahko smiselno uporablja pravilo zakonite zastavne pravice mandatarja po 780. členu OZ, sedaj odveč.

---

<sup>289</sup> Podobno tudi Evropska Komisija v Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje 72 v zvezi s 6. odst. 19. člena in Recitalom št. 30 k MiFID, z dne 01.06.2007, str. 79. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>290</sup> Za to zastavno pravico na finančnih instrumentih se domneva obstoj dogovora o izvensodni prodaji po zakonu, ki ureja stvarnopravna razmerja. Glej 4. odst. 206. člena ZTFI.

<sup>291</sup> ZFZ-UPB1, Ur. l. RS, št. 81/2006 – uradno prečiščeno besedilo.

#### **4.3.4.1 Nastanek zakonite zastavne pravice po ZTFI**

O nastanku zakonite zastavne pravice ZTFI ne določa ničesar. Skladno s 1. odst. 206. člena ZTFI se v takem primeru analogno uporabijo pravila mandatne pogodbe, ki je urejena v OZ. Po razlagi 780. člena OZ nastane zakonita zastavna pravica mandatarja (prevzemnika naročila) z izročitvijo stvari mandatarju, zato ima značilnosti ročne zastave.<sup>292</sup> Enako torej velja za zakonito zastavno pravico na finančnih instrumentih in denarnih zneskih. Za nematerializirane vrednostne papirje, ki so najpogostejši finančni instrumenti v praksi, velja posebna ureditev, določena v Zakonu o nematerializiranih vrednostnih papirjih<sup>293</sup> (ZNVP), kjer je določeno, da zastavna pravica nastane z vpisom v centralni register, za kar je potreben poseben nalog upravičenca.<sup>294</sup> ZNVP pa v 1. odst. 46. člena ureja tudi zakonito zastavno pravico na podlagi pogodbe o borznem posredovanju. Določa, da zakonita zastavna pravica nastane na podlagi vpisa naloga borznoposredniške družbe v centralni register. Četudi je ta člen očitno ožji od 4. odst. 206. člena ZTFI, saj govori le o zakoniti zastavni pravici na podlagi **pogodbe o borznem posredovanju**, ZTFI pa o pogodbi o opravljanju investicijskih ali pomožnih storitev, menim, da se pravilo o ustanovitvi zakonite zastavne pravice z vpisom naloga v centralnem registru lahko po analogiji uporabi tudi v primeru zakonite zastavne pravice po ZTFI.

#### **4.3.4.2 Zakonita zastavna pravica po ZTFI in zavarovanje po ZFZ ter vpliv stečajnega postopka**

Na podlagi 1. odst. 131. člena Zakona o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji<sup>295</sup> (ZPPSL) pridobi zastavni upnik v primeru stečaja dolžnika ločitveno pravico na zastavljenem premoženju. Tako ima, *mutatis mutandis*, borznoposredniška družba položaj ločitvenega upnika na podlagi zakonite zastavne pravice v ZTFI. Ker ta zastavna pravica ni pridobljena z zavarovanjem, ni bojazni, da bi prenehala, če je bila pridobljena v zadnjih dveh mesecih pred začetkom stečajnega postopka.<sup>296</sup>

---

<sup>292</sup> Plavšak, Nina in Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga, GV Založba, 2004, str. 261.

<sup>293</sup> 1. odst. 43. člena Zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP-UPB1, Ur. l. RS št. 2/2007 – uradno prečiščeno besedilo).

<sup>294</sup> 1. odst. 43. člena ZNVP.

<sup>295</sup> Ur. l. RS št. 67/1993 s spremembami. V času pisanja te naloge že sprejeti Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP, Ur. l. RS, 126/2007) še ni stopil v veljavo, zato se sklicujem še na veljavni ZPPSL.

<sup>296</sup> Glej 2. odst. 131. člena ZPPSL.

Podoben učinek zavarovanja terjatve lahko borznoposredniška družba doseže tudi bodisi s prenosom finančnega instrumenta ali gotovine v zavarovanje ali z ustanovitvijo zastavne pravice na finančnem instrumentu oziroma gotovini skladno z ZFZ. V tem primeru gre za pogodbeno ustanovljeno zastavno pravico med subjekti, določenimi v 2. členu ZFZ. Ureditve po ZFZ torej ne gre enačiti s tisto po ZTFI, saj je krog subjektov, na katere se nanaša ZFZ, neprimerno ožji od tistih v ZTFI. Največkrat bo pogodba o finančnem zavarovanju sklenjena med borznoposredniško družbo ali banko in družbo, ki ustreza kriterijem za veliko družbo po Zakonu o gospodarskih družbah<sup>297</sup> (ZGD-1). Toda temelj nastanka zastavne pravice in področje uporabe obeh zakonov ni edina razlika med ureditvijo zastavne pravice po ZTFI in ZFZ. Finančno zavarovanje po ZFZ se razlikuje od zakonite zastavne pravice po ZTFI v več vsebinskih lastnostih. Skladno z 9. členom ZFZ je prejemnik zavarovanja (npr. borznoposredniška družba) upravičen do razpolaganja z zastavljenimi finančnimi instrumenti, če ga dajalec zavarovanja za to posebej pooblasti. Nadalje prejemnik zavarovanja (zastavni upnik) ni dolžan o prodaji zastavljenega instrumenta obvestiti dajalca zavarovanja (zastavitelja).<sup>298</sup> V nasprotju s splošnimi pravili o realizaciji zastavne pravice lahko zastavni upnik, če je vrednost finančnega instrumenta v pogodbi o zavarovanju dovolj natančno opredeljena, obdrži zastavljene finančne instrumente ob zapadlosti zavarovane terjatve. Gre torej za odstop od pravila »*lex commissoria*«, poznanega že iz rimskega prava.

Ureditev zavarovanja (zastavne pravice) v ZFZ predstavlja tudi pomemben odmik od splošnih pravil stečajnega prava v ZPPSL. Da je ZFZ *lex specialis* v razmerju do ZPPSL glede pravil urejenih v 11., 12., 13. in 14. členu ZFZ, je izrecno določeno v 2. odst. 14. člena ZFZ. Pravila v navedenih členih se nanašajo na obstoj veljavnosti pogodbe o finančnem zavarovanju in pravic, pridobljenih na tej podlagi tudi po začetku stečajnega postopka (ali drugega postopka zaradi insolventnosti) bodisi nad zastaviteljem ali zastavnim upnikom. Izrecno je derogirano pravilo, da ločitvene pravice z dnem začetka stečajnega postopka nehajo veljati glede obresti, ki do dneva začetka stečajnega postopka še niso dospele. V veljavi ostane dogovor o predčasnem pobotu zaradi prenehanja (t. i. »*close-out netting*«)<sup>299</sup>, četudi je zoper katero od strank pogodbe o finančnem zavarovanju začel stečajni postopek. Še več, pogodba o finančnem zavarovanju je

---

<sup>297</sup> Ur. l. RS, št. 42/2006 s spremembami.

<sup>298</sup> 1. odst. 8. člena ZFZ.

<sup>299</sup> Dogovor o pobotu zaradi predčasnega prenehanja (*close out netting*) pomeni, da se z nastankom pogojev za izvršitev zavarovanja štejejo vse nedospele zavarovane terjatve za dospele, da se nedenarne terjatve spremenijo v denarne terjatve in da se lahko med seboj pobotajo po njihovi trenutni vrednosti (11. točka 3. člena ZFZ).

veljavna, če je bila sklenjena na dan vložitve predloga za začetek stečajnega postopka, a preden je bil predlog vložen na sodišče. V tem primeru torej odločajo ure. Če je bil predlog za začetek stečajnega postopka vložen isti dan, kot je bila sklenjena pogodba o finančnem zavarovanju, a pred njeno sklenitvijo, pogodba ostane v veljavi, če je bil prejemnik zavarovanja dobroveren – če ni vedel in ni mogel vedeti, da je nad dajalcem zavarovanja začet stečajni postopek.

Postavlja se vprašanje, katera od oblik zastavne pravice je ugodnejša za prejemnika zavarovanja (zastavnega upnika). Ali v primeru, ko sta možni obe zastavni pravici (a ne obe hkrati, saj za zavarovanje iste terjatve ni mogoče ustanoviti več zastavnih pravic ne enem predmetu zavarovanja v korist istega upnika) skleniti še pogodbo o finančnem zavarovanju ter tako ustanoviti pogodbeno zastavno pravico po ZFZ ali že vpis zakonite zastavne pravice v centralni register prinaša enake pravne posledice (npr. v stečaju glede možnosti uporabe dogovora o pobotu zaradi predčasnega prenehanja) za zastavnega upnika kot zastavna pravica po ZFZ?

Glede na to, da se v primeru stečajnega postopka za zakonito zastavno pravico po ZTFI uporabljajo splošna pravila, določena v ZPPSL (glede pobotanja 117. – 119. člen ZPPSL) in je »close-out netting« klavzula poseben in izrecen dogovor med strankama o pobotu zaradi predčasnega prenehanja po ZFZ, ni mogoče prepričljivo trditi, da se tovrstna klavzula uporablja (brez izrecnega dogovora) tudi pri realizaciji (zakonite) zastavne pravice v stečajnem postopku. Predvsem za takšno sklepanje ne obstaja niti zakonska niti pogodbeno pravna podlaga. Glavna prednost dogovora o pobotu zaradi predčasnega prenehanja (odplačne obojestranske) pogodbe, ki je niti ena niti druga pogodbeno stranka nista izpolnili v celoti, je v tem, da kot specialen dogovor razveljavlja nekatere določbe ZPPSL (npr. glede pobota terjatev in obojestransko odplačnih pogodb, sklenjenih pred začetkom stečajnega postopka) in posledično omogoča pobotanje terjatev ne glede na to, ali je stečajni upravitelj nameraval pogodbo obdržati v veljavi ali pa od nje odstopiti.<sup>300</sup> Ob predpostavki, da so izpolnjeni pogoji za ustanovitev zastavne pravice na obeh pravnih podlagah, je sklepno mogoče ugotoviti, da je ustanovitev zastavne pravice po ZFZ za zastavnega upnika v primeru stečaja zastavnega dolžnika ugodnejša od zakonite zastavne pravice po ZTFI, ampak zahteva sklenitev pogodbe o finančnem zavarovanju oziroma vključitev ustreznih klavzul v pogodbo o opravljanju investicijskih ali pomožnih investicijskih storitev za

---

<sup>300</sup> Prim. 2. odst. 121. člena ZPPSL in 12. člen ZFZ.

stranko. V obeh primerih pa je seveda potreben še ustrezen nalog za vpis zastavne pravice v centralni register.

#### **4.3.5 Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko**

Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko (*best execution*) za mnoge predstavlja osrednje pravilo nove ureditve po ZTFI oziroma MiFID. Je tudi tema o kateri je bilo zlasti v tuji strokovni literaturi prelitega največ črnila v povezavi z MiFID. Zataknilo se je namreč predvsem pri pojmu »izvrševanje naročila«. Zmotno je stališče tistih laikov, ki poenostavljeno menijo, da to pravilo pomeni, da jim mora družba kupiti finančni instrument po najnižji, prodati pa po najvišji ceni. Pravilo izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko je pomembno tudi z vidika razumevanja procesa sprejemanja evropske zakonodaje, saj države s tem, ko »prepišejo« določbe direktive MiFID in Izvedbene direktive, izpolnijo šele 1. in 2. stopnjo postopka Lamfalussy.<sup>301</sup> Toda za pravilno izvajanje določb o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko je bistvenega pomena odgovornost nadzornih organov v posamezni državi članici (npr. ATVP), da interpretirajo in nadzorujejo izvajanje določil v praksi.

##### **4.3.5.1 Na splošno o izvajanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko**

Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko<sup>302</sup> predstavlja konkretizacijo 213. člena ZTFI o varovanju interesov strank, ki ga v podobni vsebini pozna že ZTVP-1<sup>303</sup>. Tovrstno ravnanje je značilno za prevzemnika naročila (mandatarja), ki »mora izvršiti naročilo po prejetih navodilih kot dober gospodarstvenik oziroma kot dober gospodar: pri tem mora ostati v njegovih mejah in v vsem paziti na naročiteljeve interese, ki mu morajo biti vodilo«<sup>304</sup>, saj ne gre pozabiti, da je razmerje med borznoposredniško družbo in stranko mandatno razmerje, za katerega se skladno s 1. odst. 206. člena ZTFI subsidiarno uporabljajo pravila o mandatni pogodbi. Namen pravil o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko ni zgolj večja zaščita vlagateljev, ampak tudi preprečevanje morebitnih problemov v zvezi s povečano fragmentacijo

---

<sup>301</sup> Več o postopku Lamfalussy v podpoglavju 1.2.

<sup>302</sup> To pravilo je v ZTFI urejeno v 226. do 229. členu in v 241. členu glede storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti.

<sup>303</sup> Prim. 1. in 2. odst. 139. člena ZTVP-1.

<sup>304</sup> 1. odst. 768. člena OZ.

trga kot posledico ukinitve pravila o koncentraciji, ki ga je vseboval ZTVP-1 na podlagi ISD.<sup>305</sup> Bistvena vsebina pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko in hkrati odgovornost borznoposredniške družbe je opraviti vse razumne ukrepe za izvršitev naročila stranke pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši, ob upoštevanju dejavnikov, ki so pomembni za izvršitev naročila, kot so cena, stroški, hitrost, verjetnost sklenitve in poravnave posla, vrednost in značilnosti naročila stranke ter druge okoliščine, pomembne za izvršitev naročila<sup>306</sup>.

#### ***4.3.5.2 Področje uporabe pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko***

Za neprofesionalne stranke pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko ni mogoče izključiti, saj so določbe podpoglavja 7.2 kogentne narave. Za primerne nasprotne stranke se to pravilo že po zakonu ne uporablja.<sup>307</sup> Iz 3. odst. 206. člena ZTFI sicer izhaja, da pravilo o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za profesionalno stranko načeloma velja, razen če se borznoposredniška družba in stranka dogovorita drugače. Toda takšna ureditev je v nasprotju z MiFID in še posebej z Izvedbeno direktivo, kar je bilo utemeljeno v oddelku 4.3.1. in razdelku 4.3.2.2.1. Za profesionalne stranke torej ni oziroma naj ne bi bilo mogoče izključiti uporabo določb 2. in 3. odst. 226. člena, 1. in 2. odst. 227. člena in 229. člena ZTFI, kar bi bilo nujno urediti z novelo ZTFI.

ZTFI ne razlikuje med uporabo pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji glede na vrsto finančnega instrumenta, zato velja, da se ta obveznost borznoposredniških družb uporablja za vse vrste finančnih instrumentov. Vendar bi bilo zaradi razlike v strukturah trga in strukturi finančnih instrumentov praktično nemogoče odkriti in uporabiti enoten standard in postopek za izvršitev naročila pod najugodnejšimi pogoji, ki bi bil veljaven in učinkovit za vse vrste finančnih instrumentov. Zato Recital št. 70 k Izvedbeni direktivi določa, da bi se morala obveznost izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji uporabljati na način, ki upošteva različne okoliščine, povezane z izvajanjem naročil za posebne vrste finančnih instrumentov. Na primer, transakcije v zvezi s prilagojenimi finančnimi instrumenti na prostem trgu, ki se opravljajo na

---

<sup>305</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 24. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (27.08.2008).

<sup>306</sup> 1. odst. 226. člena ZTFI.

<sup>307</sup> 1. odst. 235. člena ZTFI. Za primerne nasprotne stranke se ne uporablja celotni 19. člen MiFID, kar vključuje tudi oziroma predvsem pravilo o varovanju interesov strank (213. člen ZTFI), ki pa v 1. odst. 235. člena ni izrecno navedeno kot izjema od uporabe ZTFI za primerne nasprotne stranke.

podlagi enkratnega pogodbenega razmerja, prilagojenega razmeram stranke in investicijske družbe, za namene izvršitve pod najugodnejšimi pogoji niso primerljive s transakcijami, povezanimi z delnicami, s katerimi se trguje na centraliziranih izvedbenih mestih.

Že iz samega poimenovanja instituta je mogoče sklepati, da se pravilo o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji nanaša na investicijsko storitev iz 2. točke 1. odst. 8. člena ZTFI (izvrševanje naročil za račun strank). Določbe o »*best execution*« so v ZTFI uvrščene v razdelek o borznem posredovanju, kar pomeni, da se ob upoštevanju sistematične razlage pravnih norm, pravilo o izvrševanju naročil uporablja tudi za storitev iz 1. točke 1. odst. 8. člena ZTFI (sprejemanje in posredovanje naročil). Poleg tega pa mora borznoposredniška družba pri opravljanju investicijske storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti ravnati tako, da »dosega za stranko najugodnejše pogoje glede vrednosti njenega portfelja finančnih instrumentov in najprimernejše pogoje glede tveganja naložb, povezanih s tem njenim portfeljem«<sup>308</sup>. V zadnjih dveh primerih družba, ki sprejema in posreduje naročila ter upravljavec premoženja posredujeta naročilo v izvršitev (pod najugodnejšimi pogoji) drugi družbi (posredniku), ampak to hkrati ne pomeni tudi prenosa njune **odgovornosti** za izvršitev naročila pod najugodnejšimi pogoji.<sup>309</sup> Namen MiFID ni zahtevati podvajanja prizadevanj glede najboljše izvedbe med investicijsko družbo, ki opravlja storitev sprejemanja in posredovanja naročil ali gospodarjenja s finančnimi instrumenti, in katero koli investicijsko družbo, kateri navedena investicijska družba prenese svoja naročila v izvršitev.<sup>310</sup> Borznoposredniška družba, ki zgolj sprejema in posreduje naročila ali gospodari s finančnimi instrumenti, mora tako skrbno izbrati drugo družbo, za katero meni, da bo izvrševala naročila pod najugodnejšimi pogoji. Prav tako mora nadzirati kvaliteto izvrševanja naročil. V kolikor borznoposredniška družba izpolni naštetе obveznosti, se lahko zanese na drugo družbo, da izvršuje naročila pod najugodnejšimi pogoji ter s tem izpolni svojo obveznost izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji do stranke, ki ji je posredovala naročilo ali ji zaupala sredstva v upravljanje.<sup>311</sup>

---

<sup>308</sup> 1. odst. 241. člena ZTFI.

<sup>309</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 27. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).

<sup>310</sup> Recital št. 75 k Izvedbeni direktivi.

<sup>311</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 27. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).

Za storitev poslovanja za svoj račun se pravilo »best execution« po ZTFI ne uporablja. Vendar je investicijska storitev poslovanja za svoj račun večplastna, tako da ima pod določenimi pogoji lahko značilnosti izvrševanja naročila za račun stranke. Tega problema, ki ima bistven vpliv na vsakodnevno poslovanje borzno-posredniških družb in bank ter drugih družb, ki morajo pridobiti dovoljenje nadzornega organa, predvsem v okviru opravljanja poslov zakladništva, se je zavedal evropski zakonodajalec, zato je tej temi posvetil pozornost v spremnih recitalih k MiFID in Izvedbeni direktivi.

#### ***4.3.5.2.1 Poslovanje za svoj račun in izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji***

Za ustrezno obravnavo storitev poslovanja za svoj račun v luči obveznosti izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko je potrebno izhajati iz Recitala št. 33 k MiFID, ki pravilo »best execution« veže na družbo, ki ima do stranke pogodbene ali posredniške obveznosti (*»contractual or agency obligations«*). Z vidika slovenskega obligacijskega prava je tudi posredniška obveznost neke vrste pogodbeno obveznost, zato se tovrstno razlikovanje na prvi pogled ne zdi smiselno. Toda iz odgovora Komisije na nekatera vprašanja o izvršitvi naročil pod najugodnejšimi pogoji gre sklepati, da se pogodbene ali posredniške obveznosti nanašajo na izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji **za račun stranke**; ko torej borzno-posredniška družba sprejema odločitve, ki zadevajo interese stranke.<sup>312</sup> Upoštevajoč to omejitev je potrebno brati Recital št. 69 k Izvedbeni direktivi, ki določa, da bi se moralo poslovanje investicijske družbe s strankami za lasten račun šteti kot izvrševanje naročil strank, zato je njeno poslovanje predmet zahtev MiFID in Izvedbene direktive, zlasti pa obveznosti v zvezi z izvršitvijo naročil pod najugodnejšimi pogoji. V kolikor pa investicijska družba zagotovi stranki kotacijo (*»quote«*) in jo družba izvede takrat, ko je kotacija dana, potem družba izpolni navedene obveznosti, če svojo kotacijo izvede potem, ko jo stranka sprejme, pod pogojem, da ob upoštevanju spremenljivih pogojev na trgu in časa, ki je potekel od ponudbe do sprejema, kotacija ni izrazito zastarela.

---

<sup>312</sup> European Commission Working Document ESC-07-2007, 19. marec 2007, odgovor Komisije na nekatera vprašanja CESR v zvezi z izvrševanjem naročil pod najugodnejšimi pogoji, str. 20 in 21. Dostopen na naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm) (01.09.2008). Enako tudi Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1371.



Načinov izvrševanja naročil je več.<sup>313</sup> Verjetno najbolj pogost in splošen način predstavlja izvrševanje naročil v imenu in za račun stranke, t. i. **izvršitev preko agenta** (*»agency execution«*). V to kategorijo je mogoče uvrstiti storitve borznega posredovanja in gospodarjenja s finančnimi instrumenti, če borznoposredniška družba sama izvršuje naročila, kot jih opredeljuje ZTFI. Za **netvegano izvršitev** (*»riskless principal execution«*) je značilno, da investicijsko podjetje na podlagi pooblastila stranke vstopi v transakcijo v svojem imenu, a je hkrati s pogodbo zavezano, da s stranko sklene posel pod enakimi pogoji, tako da kakršnokoli cenovno tveganje in druge značilnosti osnovnega posla podjetje prenese na stranko. Tovrsten način izvrševanja naročil je značilen za posrednike na trgih obveznic, trgih nekaterih izvedenih finančnih instrumentov in trgih na debelo (*wholesale*). Ko investicijsko podjetje izvrši naročilo v imenu stranke, a v breme svojega kapitala, tako da ji proda finančni instrument iz svojega portfelja in torej ne vstopa v pravna razmerja s tretjimi osebami, gre za **najboljšo izvršitev za svoj račun** (*»own account best execution«*). Ta način izvršitve naročila je značilen za vzdrževalce trga in sistematične internalizatorje. V vseh naštetih primerih pravilo izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko velja in ga investicijsko podjetje mora ustrezno upoštevati.

Pri **poslovanju za svoj račun** (*»own account counterparty execution«*) ne gre za izvrševanje nalogov strank, temveč za poslovanje, kjer družba objavlja cene finančnih instrumentov (*quote*), po katerih je pripravljena prodati/kupiti finančne instrumente ali oblikuje cene na podlagi zahteve stranke (*request for quote – RFQ*).<sup>314</sup> V takem primeru ne gre za nastopanje investicijskega podjetja **»za račun stranke«**, ampak za sklepanje posla **»s«** stranko. V primerih iz prejšnjega odstavka se naročilo stranke glasi **»kupi za moj račun«**, pri poslovanju za svoj račun pa stranka od družbe zahteva **»prodaj mi«**.<sup>315</sup> Transakcije na podlagi zahteve stranke po oblikovanju prodajne/nakupne cene ali na podlagi akceptiranja ponujene cene finančnega instrumenta s strani družbe (praviloma) ne podlegajo pravilom MiFID o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji. Prvič zato, ker pojmovno ne gre za **»izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji«**, saj

---

<sup>313</sup> Povzeto po Elderfield, Matthew (ur.): *A practitioner's Guide to MiFID (Praktičen vodnik po MiFID)*, City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 187 in 188. Podrobneje in bolj teoretično o vrstah izvršitev naročil glej Frase, Dick: *Law & Regulation of Investment Management (Pravo & ureditev investicijskega upravljanja)*, London Sweet & Maxwell, 2004, str. 229-236.

<sup>314</sup> Frase, Dick: *Law & Regulation of Investment Management (Pravo & ureditev investicijskega upravljanja)*, London Sweet & Maxwell, 2004, str. 233 in 234.

<sup>315</sup> Nelson, Paul: *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID (Pravna ureditev kapitalskih trgov: vpliv MiFID)*, Cambridge University Press, 2008, str. 394.

ni niti naročila niti ne more priti do »najugodnejših pogojev«, ker se stranka samostojno odloča, ali bo po določeni ceni kupila/prodala finančni instrument družbi/od družbe ali ne (situacija »*take it or leave it*«). Drugič, v primeru poslovanja za svoj račun, kot je bilo že pojasnjeno, sploh ne gre za opravljanje storitve.<sup>316</sup> Tu ni mandatnega ali komisijskega razmerja med investicijskim podjetjem in stranko, zato tudi investicijsko podjetje ni dolžno niti ne more ščititi interesa stranke.

Problem razlikovanja med »pravim« in »nepravim« poslovanjem za svoj račun je bil v praksi hitro zaznan, zato se je na evropski ravni razvila zanimiva razprava zlasti med CESR in Evropsko komisijo. Slednja v odgovoru na nekatera vprašanja CESR o pravilu izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji z dne 19. marca 2007 ugotavlja, da ni bistveno, v katerih primerih nalog (naročilo) nastane, saj MiFID določa, da kadarkoli družba posluje za lasten račun s stranko, se šteje, da je nalog podan.<sup>317</sup> Evropska komisija se je osredotočila na investicijsko storitev izvrševanje naročil *v imenu stranke*, ki je imanentna izvrševanju pod najugodnejšimi pogoji in ki je praviloma prisotna v situacijah, kjer ima družba do stranke pogodbene ali posredniške obveznosti.<sup>318</sup> Uporaba pravila izvrševanja pod najugodnejšimi pogoji je pri »storitvi« (bolje: poslu) poslovanja za lasten račun omejena na primere, ko družba deluje v imenu stranke.<sup>319</sup> Do takih primerov pri poslovanju za lasten račun praviloma ne prihaja, toda Evropska komisija je mnenja, da v kolikor se stranka zanese na družbo, da bo slednja varovala strankine interese v povezavi s ceno in drugimi elementi transakcije, ki bi bili kakorkoli odvisni od izbire družbe, gre za ravnanje družbe »v imenu stranke«. Kdaj gre za ravnanje družbe »v imenu stranke« je odvisno od tega:

- ali je družba ponudila stranki, da izvede transakcijo, ali je stranka prišla k družbi na lastno pobudo,
- kakšna je praksa na določenem trgu; ali stranka sama hodi od kupca/prodajalca in tako postavljanja kotacije ali zahteve za kotacijo (RFQ) kupuje/prodaja finančne instrumente

---

<sup>316</sup> Glej podpoglavje 1.5.

<sup>317</sup> Glej Recital št. 69 k Izvedbeni direktivi.

<sup>318</sup> Glej Recital št. 33 k MiFID.

<sup>319</sup> European Commission Working Document ESC-07-2007, 19. marec 2007, 1., 4. in 5. odst., odgovor Komisije na nekatera vprašanja CESR v zvezi z izvrševanjem naročil pod najugodnejšimi pogoji. Dostopen na naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm) (01.09.2008).

ali pa investicijsko podjetje predstavlja vstopno točko za stranko do celotnega trga finančnih instrumentov,

- kakšna je preglednost trga nekega finančnega instrumenta (če je slaba, je mogoče sklepati, da se bodo stranke v večji meri zanašale na skrbnost investicijskega podjetja,
- kakšne informacije je družba zagotovila stranki o svojih storitvah ter kakšna je vsebina pogodbenega okvira med stranko in družbo.<sup>320</sup>

Razpravo o obveznosti izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji in storitvi poslovanja za lasten račun, ki je sicer imanentna opravljanju poslov zakladništva<sup>321</sup>, je mogoče zaključiti z ugotovitvijo, da kotacija cene ali zaprosilo za kotacijo cene (RFQ) praviloma ne podlega izpolnjevanju zahtev o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji. Vendar je potrebno v vsakem konkretnem primeru ugotoviti ali gre za »pravo« ali »nepravo« investicijsko storitev poslovanja za svoj račun, torej ali se stranka upravičeno lahko zanese na družbo, da bo slednja ščitila interese stranke v zvezi s ceno in drugimi elementi transakcije, kar je dejansko in ne pravno vprašanje.

#### **4.3.5.3 Vsebina pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji**

Bistvo pravila o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko je vsebovano v 226. členu ZTFI, in sicer si mora borznoposredniška družba **z vsemi potrebnimi ukrepi prizadevati** izvršiti naročilo stranke pod pogoji, ki so za stranko **najugodnejši**, ob upoštevanju dejavnikov, ki so pomembni za izvršitev naročila, kot so cena, stroški, hitrost, verjetnost sklenitve in poravnave posla, vrednost in značilnosti naročila stranke ter druge okoliščine, pomembne za izvršitev naročila. Ta obveznost ne velja, če stranka borznoposredniški družbi posreduje določena navodila, saj v takem primeru družba izvrši naročilo skladno z navodilom stranke.

V izogib vsem dvomom je potrebno opozoriti, da izpolnjevanje te obveznosti za borznoposredniško družbo ne pomeni, da mora izvršiti strankino naročilo pod absolutno najugodnejšimi pogoji, torej da je možen zgolj en pravilen rezultat, vsi ostali načini izvršitve pa so napačni, saj je mogoče »najboljše« pogoje ugotoviti šele za nazaj. Tudi obveznost družbe »z

---

<sup>320</sup> Ibidem.

<sup>321</sup> Več o vprašanju obravnave poslov zakladništva v povezavi z ZTFI glej razdelek 3.1.1.2.1.

vsemi potrebnimi ukrepi si prizadevati« ni absolutna in z opustitvijo enega ukrepa še ne pride do kršitve te obveznosti. V bistvu je pravilo zasnovano tako, da se od borznoposredniških družb zahteva ravnanje s potrebno (praviloma profesionalno) skrbnostjo in ne ravnanje v absolutnem pomenu besede.<sup>322</sup>

Izvedbena direktiva in 2. odst. 33. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniško družbo določata, da v kolikor borznoposredniška družba izvrši naročilo stranke, se najboljši možni rezultat določi glede na skupno vrednost (*total consideration*), ki prikazuje ceno finančnega instrumenta in stroške, povezane z izvedbo, ki vključujejo vse stroške, ki jih je imela stranka in so neposredno povezani z izvajanjem naročila, vključno s pristojbinami izvedbenega mesta, pristojbinami za obračun in poravnavo ter drugimi pristojbinami, plačanimi tretjim osebam, ki sodelujejo v izvedbi naročila.<sup>323</sup> Vendar v te stroške niso zajeti tudi stroški, ki jih borznoposredniška družba zaračuna stranki. Gre le za stroške, ki jih ima investicijsko podjetje s tretjimi osebami, saj bi v nasprotnem borznoposredniška družba bila prisiljena zmanjševati stroške toliko časa, da bi v primerjavi s konkurenti dosegla najboljši možni izid za stranko.<sup>324</sup> Izjemoma je dopustno upoštevati stroške borznoposredniške družbe, ki jih le-ta zaračuna stranki, če obstaja več možnih mest za izvršitev naročila za finančni instrument, stroški, ki jih družba zaračuna stranki, pa se od izvedbenega mesta do izvedbenega mesta razlikujejo. Borznoposredniške družbe ne smejo strukturirati ali zaračunavati provizij tako, da bi s tem nepošteno diskriminirale med izvršilnimi mesti, in to ne glede na razvrstitev stranke.<sup>325</sup> Ponovno je potrebno poudariti, da se pravilo upoštevanja vseh dejavnikov (*total consideration*) vedno uporablja za neprofesionalne stranke, za profesionalne stranke pa le, če s pogodbo ni izključeno, saj iz ZTFI to ni razvidno.

Stranka lahko borznoposredniški družbi posreduje določna navodila glede izvršitve naročila v zvezi z vsemi dejavniki, navedenimi v 1. odst. 226. člena. V takem primeru mora borznoposredniška družba v celoti slediti navodilom in izvršiti naročilo, neupoštevajoč svojo

---

<sup>322</sup> Elderfield, Matthew (ur.): A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007, str. 191 in 192.

<sup>323</sup> 3. odst. 44. člena Izvedbene direktive.

<sup>324</sup> Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1371.

<sup>325</sup> 4. odst. 44. člena Izvedbene direktive.

politiko izvrševanja naročil.<sup>326</sup> V kolikor stranka posreduje zgolj navodila glede izvrševanja naročil v zvezi z le nekaterimi dejavniki, jih mora borznoposredniška družba upoštevati, glede preostalih pa mora slediti svoji politiki izvrševanja naročil. Izvedbena direktiva v Recitalu št. 68, ne pa tudi ZTFI, določa, da borznoposredniška družba ne sme navesti stranke, da ji da navodilo, naj izvrši naročilo na določen način, tako da stranki izrecno navede ali implicitno predlaga vsebino navodila, če bi morala družba razumno vedeti, da ji tako navodilo verjetno ne bo omogočilo doseči najboljših možnih rezultatov za navedeno stranko. Borznoposredniška družba ni v vsakem primeru v kršitvi tega pravila in se ne izogiba obveznosti izvršitve naročil pod najugodnejšimi pogoji, če sugerira stranki navodilo. Nujno je še njeno vedenje, da z upoštevanjem tega navodila ne bo mogla doseči za stranko najboljšega možnega rezultata.<sup>327</sup> V kolikor se stranka odloči za uporabo spletnega načina trgovanja (*direct market access*), ki ga ponuja že precej borznoposredniških družb in preko katerega lahko stranka sama določi parametre posla (npr. ceno, izvršilno mesto, velikost naročila, časovni okvir izvršitve naročila), se smatra, da je družba izpolnila obveznost izvršitve naročil pod najugodnejšimi pogoji v obsegu, v katerem je stranka izbrala parametre v okviru spletnega načina trgovanja.<sup>328</sup> Določbe glede izrecnih navodil stranke so kogentne narave tudi za profesionalne stranke.

Borznoposredniške družbe morajo za izpolnitev obveznosti izvrševanja naročil pod najugodnejšimi pogoji oblikovati, izvajati in preverjati politiko izvrševanja naročil strank. Politika izvrševanja naročil strank je obvezna za neprofesionalne in profesionalne stranke. Za zagotovitev skladnosti poslovanja s politiko izvrševanja naročil strank mora borznoposredniška družba v praksi implementirati naslednje korake:

1. Glede na značilnosti strank in njihovih potreb mora borznoposredniška družba določiti relativno pomembnost (težo), ki jo bo namenila posameznemu dejavniku ob upoštevanju:

---

<sup>326</sup> 2. odst. 226. člena ZTFI.

<sup>327</sup> European Commission Working Document ESC-07-2007, 19. marec 2007, točka 10, str. 6, odgovor Komisije na nekatera vprašanja CESR v zvezi z izvrševanjem naročil pod najugodnejšimi pogoji. Dostopen na naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm) (01.09.2008).

<sup>328</sup> Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih, vprašanje št. 102 v zvezi z 21. členom MiFID in členi 44, 45, 46 Izvedbene direktive, z dne 10. 10. 2007, str. 91. Dokument dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).

- a. značilnosti stranke, vključno z razvrstitvijo stranke v kategorijo profesionalnih ali neprofesionalnih strank,
  - b. značilnosti naročila stranke,
  - c. značilnosti finančnih instrumentov, ki so predmet naročila stranke,
  - d. značilnosti morebitnih mest izvrševanja naročil strank.<sup>329</sup>
2. Borznoposredniška družba mora preučiti dostopna mesta izvršitve in določiti tista, na katerih lahko doseže najboljše pogoje izvršitve naročila za stranke. Dostop do izvršilnih mest je lahko neposreden ali preko posrednika. Družba ni dolžna vključiti vseh razpoložljivih izvršilnih mest. Če so stroški povezovanja z določenim izvršilnim mestom nesorazmerno visoki in bi to vodilo v povečanje provizij, ki bi jih morale plačati stranke, se ne pričakuje od borznoposredniških družb, da se povežejo s takim izvršilnim mestom, kar je tudi v skladu z dolžnostjo opraviti vse *razumne* ukrepe za doseg najboljšega rezultata za stranko.<sup>330</sup>
3. Naročila strank morajo biti usmerjena na ustrezna izvršilna mesta, upoštevajoč relativno pomembnost dejavnikov, določeno v politiki izvrševanja naročil strank. Pomembno je, da borznoposredniška družba izbere ustrezno mesto izvršitve za vsako naročilo stranke posebej, saj poleg zagotavljanja zaščite stranki to služi tudi večanju konkurence med različnimi izvršilnimi mesti.

Borznoposredniška družba mora stranke na primeren način (na trajnem nosilcu podatkov ali na spletni strani) seznaniti s svojo politiko izvrševanja naročil strank, s katero morajo stranke tudi soglašati pred začetkom opravljanja investicijskih storitev.<sup>331</sup> MiFID v zvezi s predhodnim soglasjem strank razlikuje med izrecnim predhodnim soglasjem (*prior express consent*) in predhodnim soglasjem (*prior consent*). V prvem primeru se soglasje zahteva bodisi v pisni ali elektronski obliki bodisi po telefonu, če je pogovor sneman. V drugem primeru za soglasje zadošča konkludentno ravnanje stranke. ZTFI v 4. odst. 227. člena predvideva izrecno soglasje stranke k politiki izvrševanja naročil, medtem ko MiFID v 1. pododstavku 3. odst. 21. člena govori zgolj o predhodnem soglasju (*prior consent*), za razliko od predhodnega soglasja stranke k

---

<sup>329</sup> 1. odst. 33. člena Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

<sup>330</sup> Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive, str. 25. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (27.08.2008).

<sup>331</sup> Prim. 227. člen ZTFI.

izvršitvi naročila izven organiziranega trga ali MTF, ki mora biti skladno z 2. pododstavkom 3. odst. 21. člena MiFID izrecno. Implementacija zahteve o predhodnem soglasju k politiki izvrševanja naročil strank je v ZTFI torej neustrezna. Borznoposredniške družbe v praksi praviloma zahtevajo od strank izrecno predhodno soglasje k politiki izvrševanja naročil strank. Praksa ATVP bo pokazala, ali predhodno konkludentno soglasje k politiki izvrševanja naročil, kot ga dopušča MiFID, zadostuje. V vsakem primeru pa je to še ena v vrsti potrebnih sprememb ZTFI.

Borznoposredniške družbe morajo spremljati učinkovitost sistema in postopkov ter politike izvrševanja naročil, zato da se ugotovijo in odpravijo pomanjkljivosti teh ukrepov oziroma politik.<sup>332</sup> Najmanj enkrat letno morajo preveriti, ali veljavna politika izvrševanja naročil ustreza pravilu o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko, kot to določa 34. člen Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe. Na zahtevo stranke mora borznoposredniška družba izkazati, da je njeno naročilo izvršila skladno s politiko izvrševanja naročil.<sup>333</sup>

#### ***4.3.5.4 Gospodarjenje s finančnimi instrumenti in izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji***

Obveznost izvršitve naročila pod najugodnejšimi pogoji za stranko velja tudi za investicijski storitvi gospodarjenja s finančnimi instrumenti ter sprejemanja in posredovanja naročil (*glej zgoraj*). V zvezi z gospodarjenjem finančnih instrumentov je zanimiva zlasti možnost, da borznoposredniška družba daje naročila v izvršitev drugim borznoposredniškim družbam (*placing orders with brokers*). Drugi način gospodarjenja s finančnimi instrumenti je, da borznoposredniška družba kot upravljavec premoženja sama opravlja tudi storitev izvrševanja naročil strank (*direct execution with counterparties*).<sup>334</sup> V tem primeru bi moral ZTFI na podlagi 7. odst. 45. člena Izvedbene direktive določiti, da se v celoti uporabljajo določbe o izvršitvi naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Tega ni storil niti podzakonski akt ATVP, ki celo izrecno določa smiselno uporabo določb v zvezi s presojo najboljšega možnega izida za stranko

---

<sup>332</sup> 1. odst. 229. člena ZTFI.

<sup>333</sup> 3. odst. 229. člena ZTFI.

<sup>334</sup> Za podrobnejšo obravnavo gospodarjenja s finančnimi instrumenti v zvezi z izvrševanjem naročil strank pod najugodnejšimi pogoji glej članek: Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, str. 1377-1379.

samo v primeru, ko upravljavec premoženja posreduje naročila v izvrševanje drugim osebam, a hkrati ne določa uporabe 226. do 229. člena ZTFI za situacije, ko upravljavec premoženja hkrati izvršuje naročila strank.

Na podlagi 45. člena Izvedbene direktive morajo borznoposredniške družbe, ki poslujejo s finančnimi instrumenti v imenu stranke, a naročilo v izvršitev posredujejo drugim borznoposredniškim družbam, ravnati v skladu z najboljšimi interesi stranke. To predstavlja izvedbo splošne določbe o varovanju interesov strank, ki je vsebovana v 213. členu ZTFI in je ni mogoče izključiti niti za profesionalne stranke.<sup>335</sup> Borznoposredniška družba je dolžna gospodariti s finančnimi instrumenti v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi, in tako, da dosega za stranko najugodnejše pogoje glede vrednosti njenega portfelja finančnih instrumentov in najprimernejše pogoje glede tveganja naložb, povezanih s tem njenim portfeljem. Ta splošna določba 1. odst. 241. člena ZTFI je doživela malenkostno konkretizacijo s 36. členom Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, skladno s katerim se tudi za gospodarjenje s finančnimi instrumenti, ko se naročila posredujejo v izvrševanje drugim osebam, uporabljajo pravila tega sklepa v zvezi s presojo najboljšega možnega izida za stranko.

Najbolj zanimiva razlika med borznoposredniško družbo, ki izvršuje naročila strank, in upravljavcem premoženja je v tem, da upravljavec premoženja svoje stranke ne more razvrstiti kot primerno nasprotno stranko, saj je ta kategorija stranke »rezervirana« zgoraj za storitev izvrševanja naročil za račun strank, sprejemanja in posredovanja naročil in poslovanja za svoj račun, ne pa tudi za gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Nasprotno pa je mogoče, da borznoposredniška družba, ki izvršuje naročila upravljavca premoženja, slednjega klasificira kot primerno nasprotno stranko. V tem primeru se za upravljavca premoženja (ki je stopil v transakcijo za račun stranke) ne uporabljajo določbe o izvršitvi naročila pod najugodnejšimi pogoji.<sup>336</sup> Vendar je CESR sprejel stališče, skladno s katerim mora upravljavec premoženja zagotoviti, da ga katerakoli borznoposredniška družba, ki ji posreduje naročilo v izvršitev,

---

<sup>335</sup> Ibidem, str. 1378.

<sup>336</sup> Prim. 1. odst. 235. člena ZTFI.



obravnavajo tako, da se bodo uporabljala pravila o izvršitvi naročila pod najugodnejšimi pogoji.<sup>337</sup> To pomeni, da mora upravljavec premoženja skladno s 3. odst. 235. člena ZTFI zahtevati višjo stopnjo varstva in kategorizacijo bodisi kot neprofesionalna bodisi kot profesionalna stranka. Podobno velja tudi v primeru, ko upravljavec premoženja naročila daje v izvršitev investicijskim podjetjem izven EGP.<sup>338</sup>

#### 4.3.6 Pravne značilnosti pogodb o investicijskih storitvah

Po splošnemu pravilu obligacijskega prava je pogodba sklenjena, ko pride do soglasja strank o bistvenih sestavinah, medtem ko o nebistvenih sestavinah ne sme obstajati nesoglasje.<sup>339</sup> Pogodbeni odnos obstaja tudi v razmerju med borznoposredniško družbo in stranko, ko se prva za stranko zaveže opraviti določeno storitev, stranka pa ji za to plača določen denarni znesek. Niti evropska niti slovenska zakonodaja s področja opravljanja investicijskih ne urejata pogodb o investicijskih storitvah celovito, ampak se za tovrstne pogodbe, v kolikor ni drugače določeno v specialnem zakonu, uporabljajo splošna pravila obligacijskega prava. MiFID ne našteva nominatnih kontraktov s področja investicijskih storitev, ker to ni v pristojnosti Skupnosti, ampak zgolj na splošno določa nekatere obličnostne in vsebinske zahteve, ki jih morajo pogodbe o investicijskih storitvah vsebovati, predvsem z namenom zaščite neprofesionalnih strank.<sup>340</sup> ZTFI je po sledih svojega predhodnika šel korak dlje in poimenoval ter opredelil nekatere pogodbe o investicijskih (in pomožnih) storitvah, in sicer pogodbo o borznem posredovanju, pogodbo o gospodarjenju s finančnimi instrumenti in pogodbo o vodenju računa nematerializiranih vrednostnih papirjev. Vse našteje pogodbe in preostale inominatne pogodbe o opravljanju investicijskih storitev imajo skupni imenovalc v opravljanju storitev za stranko. Vsebina te storitve je opravljanje določenih poslov. Gre za obligacijo prizadevanja in ne za obligacijo rezultata. Torej pogodbe o investicijskih storitvah predstavljajo podvrsto mandatne pogodbe, kar izrecno določa tudi ZTFI v 1. odst. 206. člena ZTFI.

---

<sup>337</sup> Dokument Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Best Execution under MiFID – public consultation« (*Izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji - javno posvetovanje*), odstavek 65, str. 16, februar 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=53> (01.09.2008).

<sup>338</sup> Ibidem, odstavek 74, str. 17.

<sup>339</sup> 15. člen OZ.

<sup>340</sup> Prim. 29. in 39. člen Izvedbene direktive.

Nekatere splošne značilnosti pogodb o opravljanju investicijskih storitev je mogoče strniti v naslednje točke:

- (a) Od borznoposredniške družbe kot profesionalne osebe, ki nastopa v pravnem prometu v zvezi z opravljanjem svoje (pridobitne) dejavnosti, se zahteva najvišji nivo skrbnosti, tj. skrbnost dobrega strokovnjaka. Ker gre za objektivni standard in ne subjektivno okoliščino, ali ima določena oseba, zaposlena v borznoposredniški družbi, potrebno znanje in izkušnje, je pomembno zgolj dejstvo, da profesionalno opravljajo storitve, za katere se takšno znanje oziroma usposobljenost predpostavlja, ker tipične (povprečne) osebe, ki opravljajo enako dejavnost, takšno znanje imajo.<sup>341</sup> Določitev potrebne skrbnosti v obligacijskih razmerjih je *pravni* standard. Zato gre za abstraktno merilo ravnanja, ki je tipično, povprečno za subjekte iz istega poslovnega kroga, torej iz kroga družb, ki opravljajo investicijske storitve. V konkretnih okoliščinah je skrbno ravnanje vedno mogoče določiti. Merila za določitev skrbnega ravnanja so različna, v ospredju so pravila stroke in običaji, zato je merilo skrbnega ravnanja borznoposredniške družbe pri opravljanju investicijskih odločitev tista skrbnost, s katero ravna povprečen strokovnjak s področja opravljanja investicijskih storitev. Ravnanje konkretnega posameznika se mora glede skrbnosti primerjati s povprečnim ravnanjem osebe enakih značilnosti.<sup>342</sup>
- (b) Bistveno pravilo mandatne pogodbe predstavlja obveznost prevzemnika naročila skrbeti za naročiteljeve interese.<sup>343</sup> Podobno pravilo je uzakonjeno v 213. členu ZTFI in zavezuje borznoposredniške družbe, da pri opravljanju investicijskih in pomožnih storitev ravna pošteno, vestno in v vsem pazijo na interese stranke, ki ji morajo biti vodilo. Interesi stranke predstavljajo neke vrste pogodbeno podlago (kavzo posla), ki je osnova borznoposredniški družbi pri izvedbi posla pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši. Pravilo o varovanju interesov strank je precizirano v določbah o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranke tako v okviru borznega posredovanja kot v okviru gospodarjenja s finančnimi instrumenti.<sup>344</sup>

---

<sup>341</sup> Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 267.

<sup>342</sup> Prim. Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 1. knjiga. GV Založba, 2004, str. 101 in 102.

<sup>343</sup> Prim. 768. člen OZ.

<sup>344</sup> Glej 226. in 241. člen ZTFI.

- (c) Zaveza borznoposredniške družbe ni doseči končni interes, za katerega stranka sklepa pogodbo o investicijskih storitvah, ampak prizadevati si doseči končni strankin cilj ter pri tem ravnati v skladu s profesionalno skrbnostjo (*obligacija prizadevanja*). Zgolj dejstvo, da posel ni bil uspešno opravljen, še ne pomeni nujno kršitve pogodbe, če družba ravna v skladu z zahtevano profesionalno skrbnostjo.<sup>345</sup>
- (d) Borznoposredniška družba izpolni svojo edicijsko dolžnost, določeno v 771. oziroma 797. členu OZ s tem, ko stranki izroči finančne instrumente oziroma denarno dobroimetje. Način izročitve finančnih instrumentov je odvisen od vrste finančnih instrumentov. Možnosti sta praviloma dve; bodisi mora borznoposredniška družba voditi finančne instrumente v imenu in za račun stranke, tako da je stranka njihov zakoniti imetnik, bodisi borznoposredniška družba razpolaga s finančnimi instrumenti kot fiduciarni imetnik, torej v svojem imenu in za račun strank.<sup>346</sup>
- (e) Obveznost poročanja o opravljenem poslu prav tako izhaja iz splošne obveznosti prevzemnika naročila »dati račun o opravljenem poslu«. Iz tega izhajata dve obveznosti, in sicer obveznost dati (izdelati) poročilo o opravljenem poslu ter obveznost predložiti obračun opravljenega posla, ki vsebuje zlasti navedbo stroškov, ki so prevzemniku naročila nastali pri opravljanju posla, in podatke o plačilu, do katerega je slednji upravičen.<sup>347</sup> Obe obveznosti sta ustrezno omenjeni v 217. členu ZTFI.
- (f) Tako kot ima prevzemnik naročila v zavarovanje plačila in stroškov zakonito zastavno pravico na naročiteljevih premičnih stvareh, ki jih je dobil na podlagi naročila, kot tudi na denarnih zneskih, ki jih je prejel zanj, ima tudi borznoposredniška družba po 4. odst. 206. člena ZTFI za zavarovanje svojih terjatev do stranke, ki so nastale na podlagi pogodbe o opravljanju investicijskih ali pomožnih investicijskih storitev za stranko, zastavno pravico na vseh finančnih instrumentih in denarnih zneskih, ki jih je dobila pri opravljanju teh storitev za stranko.<sup>348</sup>
- (g) Pogodba o opravljanju investicijskih storitev je odplačna pogodba, kar izhaja že iz 3. odst. 766. člena OZ, izrecno pa je to določeno v ZTFI pri opredelitvi vsake od treh

---

<sup>345</sup> Prim. 766. člen OZ in 226. člen ZTFI.

<sup>346</sup> Prim. 244. in 245. člen ZTFI.

<sup>347</sup> Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga. GV Založba, 2004, str. 250.

<sup>348</sup> Več o zakoniti zastavni pravici na podlagi 206. člena ZTFI glej oddelek 4.3.4.

zakonsko urejenih pogodb (o borznem posredovanju, o gospodarjenju s finančnimi instrumenti in o vodenju računa nematerializiranih vrednostnih papirjev).<sup>349</sup>

- (h) Kar zadeva obličnost sklenitve pogodbe o investicijskih storitvah, 1. odst. 216. člen ZTFI določa pisno obliko, ampak to ne predstavlja predpostavke za veljavno sklenitev pogodbe. Obličnost je torej predpisana kot *forma ad probationem* in ne kot *forma ad valorem*. V kolikor pogodba ni sklenjena v pisni obliki se za borznoposredniško družbo šteje, da je kršila pravila varnega in skrbnega poslovanja.<sup>350</sup> Menim, da taka ureditev ni v celoti skladna z MiFID in Izvedbeno direktivo, saj slednja v 39. členu izrecno določa, da mora investicijska družba, ki za neprofesionalno stranko opravlja investicijske storitve, razen investicijskega svetovanja, skleniti pisni osnovni sporazum s stranko, na papirju ali na drugem trajnem nosilcu, v katerem so navedene osnovne pravice in obveznosti družbe in stranke. Menim, da je ta izrecna določba izjema od načela konsenzualnosti pri sklepanju pogodb, tako da predstavlja pisna oblika pogodbe za neprofesionalne stranke predpostavko za veljavnost pogodbe. V kolikor borznoposredniška družba s stranko ne sklene pogodbe v pisni obliki, tudi težko zadosti zahtevi po vzpostavitvi dosjeja, ki zajema dokumente, sklenjene med družbo in stranko, ki določajo pravice in obveznosti pogodbenih strank ter druge pogoje, pod katerimi družba opravlja storitve za stranko, iz 7. odst. 19. člena MiFID.<sup>351</sup> Še več, v kolikor borznoposredniška družba ne sklene pogodbe o opravljanju investicijskih storitvah v pisni obliki, se poveča njena izpostavljenost iz naslova operativnega tveganja, katerega sestavni del je tudi pravno tveganje. Vsekakor mora borznoposredniška družba tudi z vidika upravljanja s tveganji preučiti možnost sklepanja pogodb brez kakršnekoli obličnosti, torej ustno.
- (i) Pravno razmerje med borznoposredniško družbo in stranko temelji na sklenjeni pogodbi o opravljanju investicijskih storitev, katere sestavni del so tudi v poslovni praksi pogosto uporabljeni splošni pogoji poslovanja, ki jih sestavi borznoposredniška družba in h katerim pristopi stranka s podpisom pogodbe. Toda splošni pogoji

<sup>349</sup> Glej 1. odst. 222. člena, 1. odst. 240. člena in 1. odst. 253. člena ZTFI.

<sup>350</sup> 3. odst. 216. člena ZTFI.

<sup>351</sup> Podobnega mnenja je bil tudi CESR, saj je v Dokumentu št. CESR/05-291b Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures - feedback statement« (Tehnični nasveti CESR o izvedbenih ukrepih – odzivno poročilo), str. 27 in 28, junij 2005, zavzel stališče, da je za zadostitev zahtevi iz 7. odst. 19. člena ZTFI potrebna pogodba v pisni obliki tudi za profesionalne stranke. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008),

poslovanja za stranko učinkujejo le, če se pogodba nanje izrecno sklicuje in če so bili stranki izročeni pred sklenitvijo pogodbe.<sup>352</sup> To pravilo je z vidika borznoposredniške družbe strožje od splošnega pravila iz 120. členu OZ, kjer je določeno, da splošni pogoji poslovanja pogodbeno stranko zavezujejo le, če so ji bili ob sklenitvi pogodbe znani ali bi ji morali biti znani, ker jih je izvajalec storitve objavil na običajen način. Nekatere obvezne sestavine pogodbe o opravljanju investicijskih storitev oziroma splošnih pogojev poslovanja so določene v 17. členu Sklepa o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe.

Pogodbi o borznem posredovanju in o gospodarjenju finančnih instrumentov imata pravne značilnosti komisijske pogodbe, ki predstavlja posebno vrsto mandatne pogodbe, katere predmet je opravljanje pravnih dejanj (zastopanje).<sup>353</sup> Bistvena razlika med njima je v tem, da pri pogodbi o borznem posredovanju borznoposredniška družba izvaja posamezne nakupe in prodaje finančnih instrumentov na podlagi posameznih naročil stranke, medtem ko pri gospodarjenju s finančnimi instrumenti borznoposredniška družba sklepa posle na podlagi splošnega pooblastila stranke v pogodbi, ki pa je omejeno z naložbeno politiko. Z določitvijo naložbene politike stranka opredeli značilnosti finančnih instrumentov, v katere sme borznoposredniška družba nalagati strankina denarna sredstva pri opravljanju storitve gospodarjenja, in strukturo teh naložb, torej deleže naložb v posamezne vrste finančnih instrumentov.<sup>354</sup>

#### **4.3.7 Skrbniške storitve v zvezi s finančnimi instrumenti strank**

Skrbniške storitve v zvezi s finančnimi instrumenti strank, kot so opredeljene v ZTFI, niso neposredno predmet ureditve MiFID, a zato niso nič manj pomembne z vidika strukture celotnega zakona. Z njimi se uresničuje načelo skrbnega ravnanja s finančnimi instrumenti iz 7. odst. 13. člena MiFID, ki določa obveznost borznoposredniške družbe, da v kolikor slednja hrani finančne instrumente, ki pripadajo strankam, mora urediti vse potrebno za zaščito lastninske pravice strank, zlasti v primeru plačilne nesposobnosti borznoposredniške družbe, in za preprečitev uporabe strankinih instrumentov za lastni račun, razen z izrecnim dovoljenjem

---

<sup>352</sup> 2. odst. 216. člena ZTFI.

<sup>353</sup> Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 4. knjiga. GV Založba, 2004, str. 276.

<sup>354</sup> Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 273.

stranke. Slovensko pravno teorijo in prakso pa je pritegnila predvsem uvedba instituta poddepozitarja v razmerje »izdajatelj – (poddepozitar) – končni imetnik«, ki ga slovenski pravni red do sedaj ni poznal.

#### **4.3.7.1 Centralni depo, centralni register in poddepo finančnih instrumentov**

Četudi si je v informacijski dobi, zaradi fizične neotipljivosti finančnih instrumentov (zlasti vrednostnih papirjev) včasih to težko predstavljati, morajo imetniki finančnih instrumentov le-te še vedno nekje hraniti. Uporaba sefov v ta namen je preteklost. Sedaj sistem hrambe in vodenja finančnih instrumentov temelji na centralizirani računalniški podlagi. Evidenca imetnikov nematerializiranih finančnih instrumentov<sup>355</sup>, vpisi v katero imajo pravne učinke neposredno v razmerju do izdajatelja teh finančnih instrumentov in do tretjih oseb, tako da se imetnik računa, pri katerem so vpisani ti finančni instrumenti, šteje za zakonitega imetnika teh finančnih instrumentov, se imenuje **centralni depo**. Centralni depo vodi centralni depozitar v skladu s predpisi države, na območju katere je ustanovljen ta depo.<sup>356</sup> Položaj centralnega depozitarja ima že po zakonu **centralni register** nematerializiranih vrednostnih papirjev iz 1. odst. 3. člena ZNVP. Centralni register vodi centralna klirinškodpotna družba, ki mora biti organizirana v obliki delniške družbe.<sup>357</sup>

V poslovni praksi se pogosto zgodi, da pravni (*legal owner*) in ekonomski lastnik (*beneficial owner*) ni ena in ista oseba, tako da zakoniti imetnik ne izvršuje pravic za svoj račun, ampak za račun ene ali več strank. Tovrstnega fiduciarnega pravnega razmerja ZTVSP-1 ni urejal, zato je ZTFI uvedel institut poddepozitarja (*intermediary*), ki vodi evidenco imetnikov nematerializiranih finančnih instrumentov - **poddepo**:

- ki ni centralni depo,
- ki jo vodi poddepozitar v skladu s predpisi države, na območju katere je ustanovljen ta poddepo,
- vpisi v katero nimajo pravnih učinkov neposredno v razmerju do izdajatelja teh finančnih instrumentov in centralnega depozitarja in

---

<sup>355</sup> V Republiki Sloveniji je od uveljavitve ZGD-1 obvezno izdati vrednostne papirje vseh družb s sedežem v Republiki Sloveniji v nematerializirani obliki (182. člen ZGD-1). Enaka obveza velja tudi po 1. odst. 81. člena ZTFI za vrednostne papirje, ki so predmet javne ponudbe.

<sup>356</sup> 18. člen ZTFI.

<sup>357</sup> 1. in 2. odst. 17. člena ZTFI.

- vpisi v katero imajo pravne učinke v razmerju do poddepozitarja, tako da v tem razmerju z vpisom v poddepo nastane pravica stranke zahtevati od poddepozitarja, da za njen račun uresničuje pravice iz teh finančnih instrumentov in da po njenem nalogu za njen račun razpolaga s temi finančnimi instrumenti.<sup>358</sup>

Pravna razmerja med poddepozitarjem in njegovimi strankami (bodisi drugimi poddepozitarji bodisi končnimi imetniki) ureja ZTFI v odseku 7.2.5.2 o skrbniških storitvah v zvezi s finančnimi instrumenti strank. Določbe tega odseka se uporabljajo za vse finančne instrumente, razen za nematerializirane vrednostne papirje, vpisane v centralnem registru.<sup>359</sup> Za vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, vpisanih v centralni register, so določena posebna pravila v odseku 7.2.5.3 ZTFI (*glej naslednji pododdelek*).

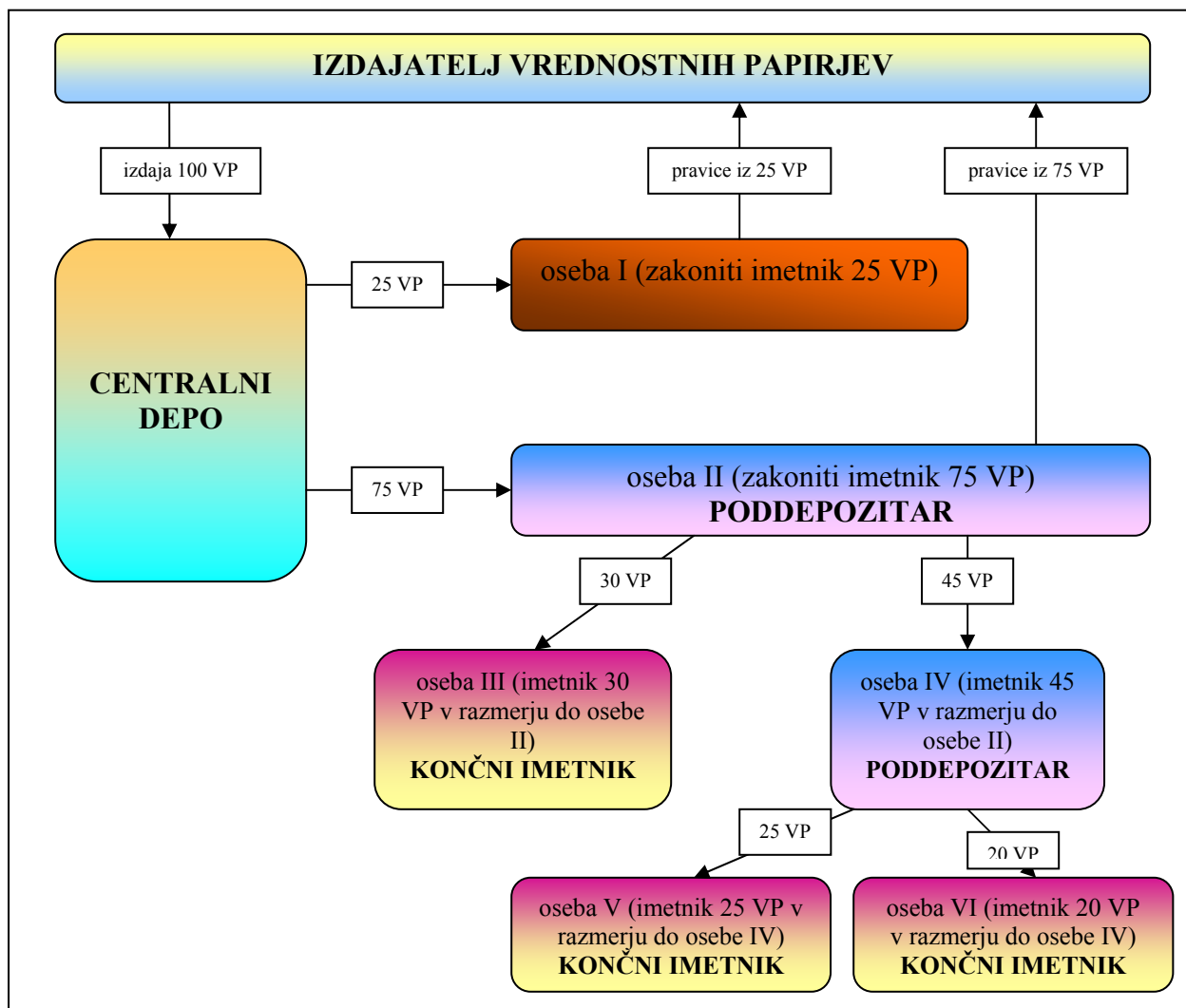
Pravna razmerja med izdajateljem vrednostnih papirjev, centralnim depojem, poddepozitarjem in končnim imetnikom je mogoče prikazati tudi grafično.

---

<sup>358</sup> 2. odst. 18. člena ZTFI.

<sup>359</sup> 2. odst. 243. člena ZTFI.

Slika št. 8: Grafični prikaz pravnih razmerij med izdajateljem vrednostnih papirjev – centralnim depojem – poddepozitarjem – končnim imetnikom



Vir: Plavšak, Nina: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Pravna razmerja centralni depo – poddepozitar – končni imetnik. Podjetje in delo, št. 6-7, 2007(letnik XXXIII), str. 1356.

#### 4.3.7.1.1 Centralni depo

Najpomembnejša značilnost centralnega depoja je neposreden učinek vpisov v to evidenco do izdajatelja. Ker imajo vpisi v centralni depo učinek *erga omnes*, učinkujejo tudi proti tretjim osebam. Zakoniti imetnik nematerializiranih vrednostnih papirjev je oseba, v korist katere je



vrednostni papir vpisan v centralnem registru.<sup>360</sup> Vrednostni papir tako spada v premoženjsko sfero njegovega zakonitega imetnika, pri čemer ni pomembno, za koga zakoniti imetnik izvršuje pravice iz vrednostnega papirja. Posledično stranke (zakonitega imetnika) ne bremeni pravno tveganje v zvezi z morebitnim postopkom zaradi insolventnosti člana centralnega depoja, ki vodi njen račun. Imetnica finančnih instrumentov, vpisanih pri tem računu, je namreč stranka, zato ti finančni instrumenti niso del stečajne mase člana centralnega depoja.<sup>361</sup> Hkrati pa to pomeni, da se lahko upniki zakonitega imetnika nematerializiranih vrednostnih papirjev iz slednjih poplačajo tudi s prisilnimi ukrepi (npr. izvršbo), saj predstavljajo ti vrednostni premoženje zakonitega imetnika.

Pravice v zvezi z vrednostnimi papirji je mogoče deliti v tri skupine. V prvo spadajo pravice, ki so vsebovane v papirju samem. Gre za pravice iz papirja, katerih konkretna vsebina je odvisna od vrednostnega papirja samega (npr. pravica do dividende). Te pravice so praviloma predmet korporacijskega prava. Pravica razpolagati z vrednostnimi papirji tvori drugo skupino. Z nematerializiranimi vrednostnimi papirji lahko razpolaga samo imetnik, in sicer tako, da članu klirinškodpotne družbe, ki vodi njegov račun nematerializiranih vrednostnih papirjev, izroči nalogo za prenos teh vrednostnih papirjev v korist drugega imetnika.<sup>362</sup> Vpis naloga za prenos vrednostnih papirjev v centralnem registru ima naravo razpolagalnega pravnega posla. V tretjo skupino pa spadajo pravice tretjih oseb na nematerializiranih vrednostnih papirjih. Na nematerializiranih vrednostnih papirjih je mogoče vpisati pet pravic tretjih:

- zastavno pravico,
- pravico užitka,
- predkupno pravico,
- odkupno pravico in
- pravico prepovedi razpolaganja.

Vpis nekaterih od teh pravic v centralni depo ima oblikovalni učinek. To pomeni, da pravica imetnika vrednostnega papirja nastane, preneha ali se spremeni **z vpisom** v centralnem registru v

---

<sup>360</sup> 2. odst. 16. člena ZNVP.

<sup>361</sup> Glej Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 275.

<sup>362</sup> 4. odst. 16.a člena ZNVP.

njegovo korist (*book-entry*).<sup>363</sup> Oblikovalne učinke imajo vpisi zastavne pravice, užitka in predkupne pravice.<sup>364</sup> Centralni register predstavlja neke vrste javno knjigo (evidenco), zato imajo vpisi vanjo publicitetni učinek v razmerju do tretjih.<sup>365</sup>

#### 4.3.7.1.2 Poddepo

Vpisi v poddepo nimajo pravnih učinkov neposredno do izdajatelja finančnih instrumentov niti do centralnega depoja, ampak v razmerju do poddepozitarja, tako da v tem razmerju z vpisom v poddepo stranka pridobi pravico zahtevati od poddepozitarja, da za njen račun uresničuje pravice iz teh finančnih instrumentov in da po njenem nalogu za njen račun razpolaga s temi finančnimi instrumenti. Praviloma vodijo poddepoje borznoposredniške družbe ali banke, vendar to ni pogoj za njegov nastanek, saj lahko poddepo ustanovi in vodi tudi katera druga oseba (npr. notar).<sup>366</sup> Razlogov za nastajanje vmesnih poddepojev je v praksi več, in sicer v tujini zlasti zaradi visokih stroškov vpisa v centralni depo<sup>367</sup>, v Sloveniji pa predvsem zato, ker tuje stranke, ki so končni imetniki vrednostnih papirjev, za razpolaganje in uveljavljanje pravic iz teh vrednostnih papirjev pooblastijo osebo, katere profesionalna dejavnost je opravljanje skrbniških storitev (npr. banka, ki ima ustrezno dovoljenje Banke Slovenije).

Borznoposredniška družba (banka) **mora** voditi poddepo finančnih instrumentov v zvezi z vsemi finančnimi instrumenti strank, razen s tistimi, ki jih vodi neposredno v dobro računa stranke v centralnem depou.<sup>368</sup> Toda tudi ta obveznost borznoposredniške družbe po mojem mnenju ni absolutna. V primeru, ko borznoposredniška družba vodi evidenco investicijskih kuponov t. i. registriranih vzajemnih skladov, katerih bistvena značilnost je, da je družba za upravljanje, ki je izdala te investicijske kupone, skladno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)<sup>369</sup>, z izrecnim pooblastilom prenesla na drugo pravno osebo storitve trženja investicijskih skladov, prodaje investicijskih kuponov in/ali administrativne storitve.

---

<sup>363</sup> Plavšak, Nina: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Pravna razmerja centralni depo – poddepozitar – končni imetnik. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1358.

<sup>364</sup> Prim. 1. odst. 43. člena, 51. člen, 2. odst. 58. člena, 53. člen in 32. člen ZNVP.

<sup>365</sup> 42. člen ZNVP.

<sup>366</sup> 2. odst. 18. člena ZTFI.

<sup>367</sup> Plavšak, Nina: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Pravna razmerja centralni depo – poddepozitar – končni imetnik. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1361.

<sup>368</sup> Prim. 246. člen in 1. odst. 247. člena ZTFI.

<sup>369</sup> Ur. l. RS, št. 110/2002 s spremembami.

Gledano s pravnega vidika zakonodaje s področja finančnih instrumentov, investicijske kupone skladov, ki so finančni instrumenti, vodi borznoposredniška družba v svojem imenu, a za račun strank preko svojega računa pri izdajatelju, ki vodi centralni depo investicijskih kuponov. Vsi pogoji za vodenje poddepoja so izpolnjeni<sup>370</sup>, zato bi morala borznoposredniška družba skladno s 1. odst. 247. členom ZTFI vzpostaviti in voditi poddepo teh finančnih instrumentov. Menim, da ima v tem primeru obravnava po ZISDU-1 prednost in zato vodenje poddepoja finančnih instrumentov ni potrebno. Borznoposredniška družba vodi investicijske kupone skladov v svojem imenu, a za račun strank preko svojega računa pri izdajatelju, ki vodi centralni depo investicijskih kuponov, na podlagi pooblastila izdajatelja. Pooblastitev je enostranski pravni posel pooblastitelja, ki lahko z izjavo volje pooblastilo tudi umakne ali prenese na drugo osebo, celo če se je s pogodbo tej pravici odpovedal.<sup>371</sup> Borznoposredniška družba v vlogi poddepozitarja torej ni samostojna in njen položaj poddepozitarja je v celoti odvisen od osebe, ki vodi centralni depo teh finančnih instrumentov. V kolikor ta oseba prekliče pooblastilo borznoposredniški družbi, slednja izgubi pravno podlago za vodenje investicijskih kuponov za račun strank. Ker borznoposredniška družba v takem primeru ni več poddepozitar teh finančnih instrumentov, tudi ne more več uresničevati pravic iz teh finančnih instrumentov za račun stranke, niti po nalogu stranke in za njen račun razpolagati s temi finančnimi instrumenti bodisi tako da jih prenese v dobro druge osebe bodisi tako da pri njih vpiše pravico tretjega, kar so sicer njene obveznosti.<sup>372</sup> Postavi se vprašanje izročitve finančnih instrumentov poddepozitarja, ki to več ni, stranki. V vsakem primeru je dolžnost poddepozitarja stranki na njeno zahtevo izročiti finančne instrumente, vpisane v poddepo. V primeru, da so v centralnem depou finančnih instrumentov ti finančni instrumenti vpisani v dobro računa borznoposredniške družbe, to stori tako, da v skladu z zahtevo stranke zagotovi odprtje računa stranke in prenos finančnih instrumentov stranke v dobro tega računa stranke, če je taka izročitev po pravu, ki se uporablja za ta centralni depo, dovoljena in mogoča. V kolikor pa so v centralnem depou finančnih instrumentov ti finančni instrumenti vpisani v dobro računa vmesnega poddepozitarja, ki ga v imenu borznoposredniške družbe vodi ta vmesni poddepozitar, potem borznoposredniška družba prenese finančne instrumente tako, da v skladu z zahtevo stranke zagotovi, da ta poddepozitar prenese finančne instrumente stranke v dobro računa stranke pri tem ali drugem poddepozitarju, če je prenos,

---

<sup>370</sup> Prim. 2. odst. 18. člena ZTFI.

<sup>371</sup> Prim. 1. odst. 77. člena OZ.

<sup>372</sup> Prim. 1. odst. 249. člena ZTFI.

kakršnega zahteva stranka, dovoljen in mogoč.<sup>373</sup> Vprašanje je tudi, če je borznoposredniška družba (poddepozitar) po preklicu pooblastila osebe, ki vodi centralni depo, dolžna ravnati kot pravkar opisano, saj pooblastila in pravne podlage za vodenje poddepoja ni več, hkrati pa je s preklicem pooblastila prenehala tudi podlaga (kavza) pogodbe, ki so jo sklenile borznoposredniška družba (poddepozitar) in ena ali več strank. Dodaten argument zato, da »nesamostojno« vodenje poddepoja na podlagi izrecnega pooblastila izdajatelja, ki vodi centralni depo v primeru investicijskih kuponov vzajemnih skladov, ni prava rešitev, ponujata 2. in 3. odst. 151. člen ZTFI, ki določata, da se za opravljanje storitev iz 1. odst. 5. člena ZISDU-1 na podlagi pooblastila iz 6. odst. 5. člena ZISDU-1 za borznoposredniške družbe uporablja ZISDU-1 in predpisi, sprejeti na njegovi podlagi. Določbe ZTFI, npr. o obveznem vodenju poddepoja, tako ne pridejo v poštev.

Kot že zapisano, vpisi v poddepo nimajo neposrednega učinka v razmerju do izdajatelja, ampak učinkujejo le v razmerju med poddepozitarjem in njegovimi upniki ter med imetnikom finančnih instrumentov in njegovimi upniki na drugi strani. S pravnega vidika so torej v zvezi s poddepojem zanimiva tri pravna razmerja. Prvič, pravno razmerje med poddepozitarjem in končnim imetnikom finančnega instrumenta, drugič, razmerje med stranko in poddepozitarjevimi upniki, in tretjič, razmerje med poddepozitarjem in upniki stranke (končnega imetnika).

Borznoposredniška družba kot poddepozitar ima v razmerju do stranke (končnega imetnika ali drugega poddepozitarja) obveznost uresničevati pravice iz teh finančnih instrumentov za račun stranke ter obveznost, da po nalogu stranke razpolaga s temi finančnimi instrumenti bodisi tako da jih prenese v dobro druge osebe bodisi tako da pri njih vpiše pravico tretjega.<sup>374</sup> V razmerju do upnikov stranke in v razmerju do upnikov borznoposredniške družbe se z vpisom finančnega instrumenta v poddepo le-ta šteje za premoženje stranke.<sup>375</sup> Posledično upniki borznoposredniške družbe za razliko od upnikov stranke ne morejo poseči s prisilnimi ukrepi ali v postopku zaradi insolventnosti borznoposredniške družbe na finančne instrumente stranke borznoposredniške družbe, vpisane v poddepoju. S tem se dosledno uresničuje temeljno načelo skrbnega ravnanja s finančnimi instrumenti strank, in sicer v delu, ki zadeva ločitev finančnih instrumentov strank od

---

<sup>373</sup> Prim. 250. člen ZTFI.

<sup>374</sup> 1. odst. 249. člena ZTFI.

<sup>375</sup> 1. odst. 251. člena ZTFI.

premoženja borznoposredniške družbe. V primeru stečaja borznoposredniške družbe ima stranka v zvezi s finančnimi instrumenti, ki so vpisani v dobro te stranke v poddepoju, izločitveno pravico.<sup>376</sup> Toda v razmerju med stranko, borznoposredniško družbo (poddepozitarjem) in izdajateljem se ti finančni instrumenti štejejo za premoženje borznoposredniške družbe, ki je zakoniti imetnik finančnih instrumentov, vpisanih v poddepo.

Glede na opisane pravne značilnosti centralnega depoja in poddepoja je pravno tveganje izgube (primanjkljaja) finančnih instrumentov stranke (imetnika), ki se vodijo neposredno na računu te stranke v centralnem depoju, *manjše* od pravnega tveganja v primeru, če se ti finančni instrumenti v centralnem depoju vodijo prek računa vmesnega poddepozitarja. Po drugi strani pa so stroški neposrednega vodenja računa stranke v centralnem depoju praviloma *višji* od stroškov vodenja prek računa vmesnega poddepozitarja. O teh dejstvih mora borznoposredniška družba, ki za stranko vodi poddepo, slednjo tudi izrecno opozoriti v okviru pojasnilnih obveznosti.<sup>377</sup>

Borznoposredniška družba, ki vodi poddepo, mora omogočiti vpis naslednjih pravic tretjih oseb v poddepo:

- zastavno pravico, vključno z
  - o maksimalno zastavno pravico in
  - o zastavno pravico, ustanovljeno tako, da se nanaša na vsakokratno stanje vseh finančnih instrumentov, vpisanih v dobro posameznega imetnika v poddepoju,
- pravico užitka,
- odkupno pravico,
- predkupno pravico in
- pravico do prepovedi razpolaganja.<sup>378</sup>

Borznoposredniška družba (poddepozitar) skladno s 3. odst. 249. člena ZTFI z vpisom pravice tretjega na finančnem instrumentu stranke v poddepoju pridobi obveznost uresničevati bodisi pravice do donosov (v primeru užitka) za račun imetnika bodisi po nalogu in za račun imetnika pravice tretjega opraviti ustrezen prenos teh finančnih instrumentov v dobro druge osebe. Vpis

---

<sup>376</sup> 3. odst. 251. člena ZTFI.

<sup>377</sup> 2. odst. 246. člena ZTFI.

<sup>378</sup> 4. odst. 247. člena ZTFI.

pravice tretjega na finančnem instrumentu stranke v poddepo učinkuje v razmerju do te stranke in njenih upnikov.<sup>379</sup> Za popolno razumevanje pravnih učinkov vpisa pravic tretjega na finančnem instrumentu, ki se vodi na strankinem računu v poddepoju, je potrebno upoštevati tudi vsebino pravil poddepoja, ki jih mora borznoposredniška družba na podlagi 3. odst. 248. člena ZTFI objaviti na svojih javnih spletnih straneh. Z vpisom finančnega instrumenta v breme računa stranke v poddepoju prenehajo vse pravice imetnika računa iz naslova teh finančnih instrumentov in pravice tretjih na njih. Hkrati z vpisom pridobitve posamezne pravice tretjega na določenem finančnem instrumentu stranke (imetnika) borznoposredniška družba (poddepozitar) vpiše izbris vseh drugih pravic tretjih na takšnem finančnem instrumentu, razen predkupne pravice. Upravičeni nalagodajalec za vpis pridobitve pravice tretjega pri finančnem instrumentu stranke v poddepoju je stranka (imetnica) skupaj s tistimi imetniki pravic tretjih, ki se zaradi vpisa pravice tretjega, na katero se nalog nanaša, izbrišejo.<sup>380</sup> Pravice tretjih na finančnih instrumentih vpisanih v poddepo (z izjemo predkupne pravice), za razliko od tistih, vpisanih v centralni depo, torej ne učinkujejo nasproti vsakokratnemu imetniku finančnih instrumentov.

Zaradi vodenja istih vrednostnih papirjih v več evidencah (v centralnem depozitu in poddepoju) je mogoče, da pride do situacije, ko je stanje finančnih instrumentov poddepozitarja v centralnem depozitu ali pri vmesnem poddepoju večje od stanja na računu stranke (končne imetnice) v poddepoju. V takem primeru gre za primanjkljaj v poddepoju, ki ga ZTFI ureja v 252. členu. Borznoposredniška družba praviloma odgovarja stranki (končni imetnici) za ta primanjkljaj, ne glede na to, ali v razmerju med borznoposredniško družbo in katerim koli vmesnim poddepozitarjem ali centralnim depozitarjem za ta primanjkljaj odgovarja borznoposredniška družba ali drug vmesni poddepozitar oziroma centralni depozitar. Vendar lahko borznoposredniška družba s pogodbo svojo odgovornost za primanjkljaj v poddepoju omeji ali izključi, če za ta primanjkljaj odgovarja drug vmesni poddepozitar oziroma centralni depozitar. V tem primeru mora borznoposredniška družba za račun stranke ter na njene stroške uveljaviti

---

<sup>379</sup> 2. odst. 249. člena ZTFI.

<sup>380</sup> Podrobneje o vpisih finančnih instrumentov v breme računa finančnih instrumentov stranke v poddepoju ter o vpisih v zvezi s pravicami tretjih glej Pravila poddepoja, katera so, z enako vsebino, na svojih spletnih straneh objavile borznoposredniške družbe in banke, ob začetku uporabe določb 7. poglavja ZTFI novembra 2007.

ustrezne odškodninske zahtevke v razmerju do odgovorne osebe ali pa te zahtevke prenesti na stranko na njeno zahtevo.<sup>381</sup>

V primeru primanjkljaja finančnih instrumentov v poddepoju je stranka upravičena do sorazmerno manjše količine teh finančnih instrumentov, in sicer v razmerju med stanjem finančnih instrumentov, vpisanih v poddepoju v dobro te stranke, in skupnim stanjem finančnih instrumentov, vpisanih v poddepoju v dobro *vseh* strank.<sup>382</sup> Za preostali primanjkljaj finančnih instrumentov v poddepoju lahko stranka na podlagi 3. odst. 252. člena ZTFI od borzoposredniške družbe zahteva odškodnino.

S pravno ureditvijo fiduciarnih razmerij, ki nastanejo, ko zakoniti imetnik finančnega instrumenta ne izvršuje pravic iz finančnega instrumenta za svoj račun, ampak za račun drugega poddepozitarja ali končnega imetnika vrednostnih papirjev, je Slovenija končno postala konkurenčna drugim evropskim državam, ki so tako ureditev že poznale in so se zlasti finančne institucije iz teh držav le stežka zadovoljile z našo predhodno ureditvijo.

#### **4.3.8 Fiduciarni račun vrednostnih papirjev**

Z dematerializacijo vrednostnih papirjev imetnik takega papirja ne more več samostojno pravno veljavno odtujiti ali obremeniti, kot je bil to primer pri listinskih vrednostnih papirjih (npr. indosament in izročitev), ampak se tak vrednostni papir prenaša na podlagi naloga imetnika in z vpisom tega naloga v centralnem registru nematerializiranih vrednostnih papirjev v breme prejšnjega in v korist novega imetnika nematerializiranega vrednostnega papirja. Nematerializirani vrednostni papirji se vodijo na imetnikovem računu nematerializiranih vrednostnih papirjev. Vodenje teh računov je pomembna storitev, ki jo nudi centralni register<sup>383</sup>. Ureditev v ZTFI je na tem področju zanimiva zlasti zaradi uvedbe novega računa – fiduciarnega računa vrednostnih papirjev, ki ga drugi pravni sistemi pod imenom »*omnibus account*« ali »*nominee account*« poznajo že nekaj časa.

---

<sup>381</sup> 4. odst. 252. člena ZTFI.

<sup>382</sup> 2. odst. 252. člena ZTFI.

<sup>383</sup> V Sloveniji KDD – Centralna klirinškodpotna družba d.d. poleg vodenja centralnega registra opravlja tudi dejavnost poravnave poslov z vrednostnimi papirji. Registrski član KDD ni nujno hkrati tudi poravalni član KDD. Več o tem v oddelku 3.1.9.

Od »običajnega« računa nematerializiranih vrednostnih papirjev<sup>384</sup> stranke se fiduciarni račun razlikuje po tem, da njegov imetnik, ki je hkrati tudi zakoniti imetnik vrednostnih papirjev, vpisanih v dobro tega računa, pravic iz teh papirjev ne izvršuje zase, ampak za račun ene ali več drugih oseb. Poleg fiduciarnega računa vrednostnih papirjev, ki ga ureja ZTFI, v Sloveniji obstaja še več zakonskih podlag, ki so osnova za odprtje in vodenje fiduciarnih računov. Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb (ZVKSES)<sup>385</sup> v 89. členu predvideva odprtje posebnega denarnega računa pri banki, katerega imetnik je notar, a pravic ne uresničuje za svoj račun, ampak za račun deponenta kot njegov komisionar. O fiducionarnem denarnem računu pa izrecno govori Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP)<sup>386</sup>. Stečajni upravitelj mora naslednji delovni dan po začetku postopka osebnega stečaja odpreti fiduciarni denarni račun upravitelja, prek katerega sme sprejemati samo vplačila na podlagi unovčenja stečajne mase in upravljanja stečajne mase in opravljati samo izplačila za stroške postopka osebnega stečaja in plačilo terjatev upnikov.<sup>387</sup> Določbe o fiduciarnem denarnem računu po ZVKSES in ZFPPIPP se smiselno uporabljajo tudi za fiduciarni račun nematerializiranih vrednostnih papirjev. Bistvena značilnost vseh naštetih fiduciarnih računov je pravilo, da upniki imetnika fiduciarnega računa (npr. notarja, stečajnega upravitelja) ne morejo za izterjavo svojih terjatev do imetnika niti v njegovem stečaju s prisilnimi ukrepi segati na to denarno terjatev do banke<sup>388</sup>, ob stečaju ali smrti imetnika fiduciarnega računa pa ta denarna terjatev ne spada v njegovo stečajno maso ali zapuščino.

Fiduciarni posli v slovenski zakonodaji niso celovito urejeni, a v poslovni praksi niso redkost. Zanje je značilna zaupnost razmerja. Sklepajo se predvsem v razmerjih z visoko stopnjo nezaupanja med pogodbenima strankama, tako da si slednji s fiduciarjevo pomočjo zagotovita izpolnitev medsebojnih obveznosti ter posledično eliminirata tveganje neizpolnitve nasprotne

---

<sup>384</sup> Račun stranke je račun, ki ga član klirinškodpotne družbe odpre v korist imetnika (stranke člana klirinškodpotne družbe), s katerim je sklenil pogodbo o vodenju računa. Podvrsta računa stranke je fiduciarni račun in račun za gospodarjenje (255. člen ZTFI). Od računa stranke je potrebno razlikovati hišni račun, ki ga odpre član klirinško depotne družbe (npr. borznoposredniška družba ali banka) v svojo korist. Borznoposredniška družba vrednostnih papirjev, katerih imetnica je, ne sme voditi na računu stranke, ki ga vodi sama niti ne sme na hišni račun prenesti vrednostnih papirjev, katerih imetnik je stranka, s čimer se uresničuje načelo skrbnega ravnanja s finančnimi instrumenti strank (254. člen v zvezi z 203. členom ZTFI).

<sup>385</sup> Ur. l. RS, št. 18/2004.

<sup>386</sup> Ur. l. RS, št. 126/2007.

<sup>387</sup> 1. odst 388. člena ZFPPIPP.

<sup>388</sup> Prim. 2. odst. 804. člena v zvezi z 805. členom OZ.



stranke.<sup>389</sup> Enak učinek pogodbeni stranki dosežeta tudi s sklenitvijo pogodbe o jamstvenem depozitu (*escrow agreement*), ki zakonsko sicer ni urejena, a se uporablja v poslovni (bančni) praksi.<sup>390</sup>

ZTFI v 255. členu razlikuje dve vrsti fiduciarnih računov, in sicer glede na to, kdo je zakoniti imetnik tega računa. V kolikor ima stranka položaj notarja, odvetnika, skrbnika zapuščine, skrbnika za posebne primere, upravitelja v postopku zaradi insolventnosti ali druge osebe, ki opravlja skrbniške storitve v okviru svoje redne dejavnosti ali poklica (npr. banke), mora borznoposredniška družba nematerializirane vrednostne papirje te stranke na njihovo zahtevo voditi na fiduciarnem računu.<sup>391</sup> Zakoniti imetnik fiduciarnega računa v tem primeru so navedene osebe in ne borznoposredniška družba, pri kateri je račun odprt. V določenih primerih lahko borznoposredniška družba na lastno pobudo vodi nekatere nematerializirane vrednostne papirje, pravice iz katerih uresničuje za račun svojih strank, na fiduciarnem računu, katerega imetnica je sama, in sicer če gre za:

- nematerializirane vrednostne papirje, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, ali
- nematerializirane vrednostne papirje, katerih izdajatelj je druga oseba, če sta v zvezi s temi nematerializiranimi vrednostnimi papirji izpolnjena naslednja pogoja:
  - o ti nematerializirani vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu ali MTF v državi članici ali tretji državi **in**
  - o poravnava poslov, sklenjenih na organiziranem trgu ali v MTF iz prve alineje te točke se ne opravlja prek poravnalnega sistema, ki ga upravlja centralna klirinškodpotna družba.<sup>392</sup>

Bistvenih razlik med fiduciarnim računom »na zahtevo« in »na lastno pobudo« s pravnega vidika ni. V primeru, ko je borznoposredniška družba imetnica fiduciarnega računa, mora za vrednostne papirje, ki jih vodi na tem računu, voditi poddepo.<sup>393</sup>

---

<sup>389</sup> Podgoršek, Bojan: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Fiduciarno imetništvo finančnih instrumentov in skrbniške storitve. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7, str. 1382.

<sup>390</sup> Več o pogodbi o jamstvenem depozitu glej članek: Širaj, Mitja: Escrow dogovor. Pravna praksa, GV Založba, letnik 25, št. 35, 2006, str. 14 in 15.

<sup>391</sup> 4. odst. 255. člena ZTFI.

<sup>392</sup> 6. odst. 255. člena ZTFI.

<sup>393</sup> 7. odst. 255. člena v zvezi z 247. - 252. členom ZTFI.

Po svoji naravi je fiduciarno razmerje praviloma tristransko razmerje zaupne narave. Razmerje med fiduciantom in fiduciarjem ima značilnosti komisijske pogodbe. Četudi je konkretna oseba beneficiarja nepoznana, je prednost fiduciarnega računa v vedenju, da imetnik tega računa pravic iz vrednostnih papirjev ne izvršuje zase, ampak za račun neke tretje osebe. Nepoznavanje ekonomskega lastnika (*beneficial owner*) nematerializiranih vrednostnih papirjev, ki se vodijo na fiduciarnem računu, tudi ne pomeni izogibanje obveznosti oseb obveščati javno družbo o spremembi pomembnih deležev, saj je v 7. točki 120. člena ZTFI izrecno določeno, da morajo pragove pomembnih deležih javiti tudi beneficiarji, tj. osebe, za račun katere je tretja oseba v svojem imenu pridobila delnice kot fiduciar.

#### **4.4 OBVEZNOSTI BORZNOPOSREDNIŠKIH DRUŽB GLEDE PREGLEDNOSTI IN CELOVITOSTI TRGA**

V tem podpodglavju so na pregleden način združena pravila, katerih izpolnjevanje prispeva k preglednosti poslovanja in zagotavljanju celovitosti trga.

V prvem delu je določeno splošno pravilo poročanja o vseh poslih s finančnimi instrumenti, ki kotirajo na organiziranih trgih. Ali je bil posel tudi dejansko izveden na organiziranem trgu ali zunaj njega, je za obveznost poročanja nepomembno. Vendar mora borznoposredniška družba, ki je sklenila posel z delnicami, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, zunaj organiziranega trga ali zunaj MTF, razkriti količino delnic in ceno, ki je bila predmet posla, ter čas sklenitve.<sup>394</sup>

Posebna pravila veljajo za MTF<sup>395</sup> in za sistematične internalizatorje<sup>396</sup>. V primeru slednjih morajo borznoposredniške družbe (banke), ki imajo položaj sistematičnega internalizatorja glede delnic, ki so uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu, javno objaviti zavezujoče ponudbe. Zavezujoča ponudba po 289. členu ZTFI ima podoben pomen kot ponudba po 25. členu OZ, saj je z njenim sprejetjem pogodba o nakupu ali prodaji delnic sklenjena. Vsebovati mora bistvene

---

<sup>394</sup> 275. in 276. člen ZTFI.

<sup>395</sup> Večstranski sistem trgovanja (MTF) je večstranski sistem, ki ga vodi oziroma upravlja investicijsko podjetje ali upravljavec organiziranega trga (upravljavec MTF), in ki v tem sistemu v skladu z vnaprej določenimi pravili povezuje interese glede prodaje in nakupa finančnih instrumentov številnih tretjih oseb tako, da se sklene pravni posel glede finančnega instrumenta v skladu s pododdelkom 7.3.2 ZTFI. (1. odst. 13. člena ZTFI)

<sup>396</sup> Sistematični internalizator je investicijsko podjetje, ki na organizirani, pogosti in sistematični podlagi posluje za lasten račun z izvrševanjem naročil strank izven organiziranega trga ali MTF. (2. odst. 16. člena ZTFI)

sestavine prodajne pogodbe, tj. predmet prodaje ali nakupa, ki je na tem mestu imenovan »kategorija delnic«<sup>397</sup>, ter ceno in količino delnic.

Izvrševanje naročil stranke je v primeru delovanja sistematičnega internalizatorja opredeljeno kot »sklenitev posla s stranko za lasten račun sistematičnega internalizatorja kot druge pogodbene stranke«<sup>398</sup>. V primeru neprofesionalne stranke je borznoposredniška družba v zvezi z delnicami, glede katerih ima položaj sistematičnega internalizatorja, dolžna izvršiti naročilo stranke po ceni iz zavezujoče ponudbe, če je to v skladu z njenimi obveznostmi glede določb ZTFI o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Če pa borznoposredniška družba prejme naročilo profesionalne stranke glede delnic, v zvezi s katerimi ima položaj sistematičnega internalizatorja, mora to naročilo izvršiti za ceno, objavljeno v zavezujoči ponudbi, torej brez upoštevanja določil o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Pri profesionalnih strankah so pod določenimi pogoji možna tudi odstopanja od pravila izvršitve naročila po ceni, določeni v zavezujoči ponudbi.<sup>399</sup> Sistematični internalizator ima možnost omejiti svojo obveznost na podlagi zavezujoče ponudbe bodisi samo na nekatere vlagatelje npr. glede na bonitetno oceno ali pa omeji število poslov, ki jih je zavezan skleniti na podlagi zavezujoče ponudbe.<sup>400</sup>

Za opravljanje investicijske storitve upravljanja z MTF mora borznoposredniška družba poleg organizacijskih zahtev določenih v podpoglavju 7.1 ZTFI, izpolnjevati še dodatne organizacijske zahteve iz 279. do 284. člena ZTFI. Predvsem mora upravljavec MTF določiti pravila delovanja MTF, razkriti vse informacije o MTF in zagotoviti ustrezen sistem za poravnavo poslov, sklenjenih v MTF.<sup>401</sup> Pravila glede izvrševanja naročil, določena v podpoglavju 7.2, se uporabljajo tudi pri izvrševanju naročil v MTF, razen če stranke sklepajo posle za svoj račun. Na zahtevo ATVP mora upravljavec takoj začasno ali trajno umakniti določen finančni instrument iz trgovanja. Če so v MTF uvrščene delnice, s katerimi se sicer trguje na organiziranem trgu, mora upravljavec MTF razkriti nekatere podatke o ponudbi in povpraševanju po teh delnicah v MTF.

---

<sup>397</sup> Predlagatelj se je odločil za pojem »kategorija delnic« namesto pojma »razred delnic«, ker ima slednji v slovenski pravni ureditvi drugačen pomen. Glej Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII), str. 285.

<sup>398</sup> 1. odst. 291. člena ZTFI.

<sup>399</sup> Prim. 4. in 5. odst. 291. člena ZTFI.

<sup>400</sup> Glej 292. in 293. člen ZTFI.

<sup>401</sup> 279., 280. in 282. člen ZTFI.

Poleg tega pa mora o poslih, sklenjenih s temi delnicami v tem MTF, razkriti informacije o ceni, količini in času sklenitve vsakega posla.<sup>402</sup>

Po trenutno dostopnih podatkih, ki so objavljeni na spletni strani Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR)<sup>403</sup>, v Evropi obstaja 120 sistemov MTF (največ v Veliki Britaniji) in 10 sistematičnih internalizatorjev, ki so v glavnem največje evropske banke. V Sloveniji zaenkrat še nobena borzno-posredniška hiša ali banka nima položaja sistematičnega internalizatorja niti ne opravlja investicijske storitve upravljanja z MTF.

#### 4.5 ZUNAJSDNO REŠEVANJE SPOROV

Zahtevo po vzpostavitvi sheme učinkovitega zunajsodnega reševanja **potrošniških** sporov v zvezi z opravljanjem **investicijskih in pomožnih storitev** v okviru borzno-posredniške družbe je Slovenija implementirala v 294. in 295. členu ZTFI. Vendar se zdi prenos 53. člena MiFID v ZTFI precej neposrečen in nepravilen.<sup>404</sup> Prvič, določba ZTFI se omejuje na reševanje sporov med borzno-posredniškimi družbami in **neprofesionalnimi strankami**, četudi je v 53. členu direktive MiFID in Recitalu št. 61 izrecno navedeno, da gre za spore med borzno-posredniškimi družbami in **potrošniki**. MiFID v tem primeru ne razlikuje med kategorijami strank, ampak kot kriterij razlikovanja postavi potrošnika. Ne nazadnje ni nobene ovire, da »fizična oseba, ki pridobiva ali uporablja blago in storitve za namene izven njegove poklicne ali pridobitne dejavnosti«<sup>405</sup> (potrošnik), ne bi bila klasificirana kot profesionalna stranka skladno z 208. členom ZTFI. Drugič, določba 294. člena se brez pravne podlage nanaša *zgolj* na spore izhajajoč iz razmerij v zvezi s storitvami borznega posredovanja, vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev in gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Navedeni člen MiFID se namreč nanaša na vse spore v zvezi z opravljanjem investicijskih in pomožnih storitev.

---

<sup>402</sup> 286. in 287. člen ZTFI.

<sup>403</sup> [http://mifiddatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks\\_id=4&language=0&pageName=Home](http://mifiddatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=4&language=0&pageName=Home) (01.09.2008).

<sup>404</sup> Prim. Recital št. 61 k MiFID in 53. člen MiFID ter 294. in 295. člen ZTFI.

<sup>405</sup> 2. odst. 1. člena Zakona o varstvu potrošnikov (ZVPot, Ur. l. RS, št. 20/1998 s spremembami).

## 5 ZAKLJUČEK

Četudi zgolj ena v vrsti sprejetih direktiv v okviru Akcijskega načrta finančnih storitev (FSAP) je sprejem direktive MiFID po celotni Evropi povzročil pravi vihar. Z namenom ustvariti enoten evropski trg tudi na področju investicijskih storitev in trga finančnih instrumentov je direktiva MiFID uvedla mnogo novih ali spremenjenih institutov (npr. izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji ter prenovljen potni list), ki sami po sebi sicer še ne zagotavljajo dosego ciljev, ki so si jih avtorji MiFID zadali, gotovo pa predstavljajo priložnost in primerno sredstvo za dosego le-teh. V Sloveniji smo pomen direktive zaznali z zamikom, nekateri še pred sprejemom ZTFI, nekateri šele v času po sprejemu.<sup>406</sup> Za banke v Sloveniji je MiFID oziroma ZTFI predstavljal še enega v vrsti projektov, poleg projekta SEPA, Basel II in SISBON. Za precejšnje nepoznavanje vsebine ZTFI pri (malih) vlagateljih je po mojem mnenju kriva premajhna medijska izpostavljenost nove ureditve, saj ne gre za politično občutljiva vprašanja, o katerih mediji praviloma poročajo, ampak za izrazito strokovna (vsebinska) vprašanja, katerih poznavanje pripomore k varnemu in učinkovitemu poslovanju posameznika na področju investicijskih storitev.

V Sloveniji pravega učinka ZTFI še ni mogoče zaznati niti tega ni pričakovati v bližnji prihodnosti. V tem trenutku se zdi bolje govoriti o priložnostih, ki jih nova ureditev ponuja, kot o rezultatih, ki jih je že pokazala. S tem v zvezi, je Evropski komisar za notranji trg in storitve g. Charlie McCreevy dejal: *»MiFID je blizu, a ne dovolj blizu. Vlade, nadzorniki in družbe jo morajo implementirati in stroški implementacije bodo vidni takoj, medtem ko se bodo koristi pokazale šele čez čas. Ampak verjamem, da bo obseg konkurence in inovacij, ki jih bo povzročil MiFID, občuten in trajen. Že so vidne posledice konsolidacije borznih trgov in nastanek novih trgovalnih platform. Želimo si še več kreativnih dogodkov ob rojstvu MiFID.«*<sup>407</sup> Slovenski trg finančnih instrumentov je po obsegu majhen in plitek. Imamo en borzni trg in četudi so vsi zakonski pogoji za vzpostavitev večstranskega sistema trgovanja (MTF) ali morebiti

---

<sup>406</sup> Glej članek Strehovec, Gregorja: MiFID in razvrščanje strank (client categorisation). Pravna praksa, GV Založba. letnik 2006, št. 23, str. 16.

<sup>407</sup> Govor evropskega komisarja za notranji trg in storitve Charlie McCreevy-a na 10. letni nadzorni konferenci Združenja britanskih bančnikov (BBA) z naslovom »Ustvarjanje enotnega trga za evropske finančne storitve: vloga industrije«, London, 11. oktober 2006. Dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/mccreevy/allspeeches\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_barroso/mccreevy/allspeeches_en.htm) (01.09.2008).

sistematičnega internalizatorja podani, se vsi posli na organiziranem trgu še vedno izvršijo preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d. Vzpostavitev novih trgovalnih platform, ki jih v tujini že poznajo, se zdi zaenkrat v Sloveniji neekonomično, saj so stroški, ki bi pri tem nastali, večji od nepredvidljivih in negotovih bodočih koristi. V tem oziru Slovenija ni in v bližnji prihodnosti ne kaže, da bi v celoti lahko izkoristila možnosti, ki jih ponuja MiFID in posledično ZTFI.

Prenos direktive MiFID in Izvedbene direktive v slovenski pravni red ni v celoti ustrezen. Predvsem bode v oči možnost izključitve celotnega podpoglavja 7.2 ZTFI za profesionalne stranke, ki ni v skladu z direktivo MiFID, in neustrezna oziroma pomanjkljiva ureditev pojasnilnih obveznosti. Direktiva načeloma ni neposredno uporabljiva in nima neposrednega učinka v nacionalnem pravnem redu, zato se ob napačni implementaciji postavi vprašanje upoštevanja (napačne) nacionalne zakonodaje ali direktive. Po praksi Sodišča evropskih skupnosti (ECJ) se posameznik (fizična ali pravna oseba) lahko sklicuje na določbe direktive, v primeru nepravočasne ali napačne implementacije direktive, v sporu z državo, ne more pa se sklicevati na direktivo v sporu z drugo fizično ali pravno osebo.<sup>408</sup> To je utemeljeno s tem, da direktiva obvezuje le državo članico, na katero je naslovljena. Sama po sebi pa direktiva nalaga obveznosti posamezniku. Uporaba ZTFI četudi mestoma neustreznih določb v razmerju do strank je torej obvezna. Glavna kritika zakonodajalcu ne gre na račun napačne implementacije evropske zakonodaje, ampak na dejstvo, da je bil ZTFI že noveliran, a do odprave napak pri prenosu določb direktive ni prišlo. Se je pri spremembi zakona res tako mudilo in je bil potreben nujen zakonodajni postopek? Menim, da delovanje države pred sprejemom ZTFI-A v ničemer ni bilo ogroženo, a s tem ne zanikam ustreznosti spremenjenih določb ZTFI. Zakonodajo je potrebno spreminjati preišljeno in ne kot odziv na posamičen primer v praksi. Ni se mogoče namreč znebiti občutka, da je bila sprememba ZTFI-A ozko politično motivirana in načrtovana s strani Vlade RS v okviru t. i. paketa »protitajkunske zakonodaje«, čeprav to zakonodajalec in predlagatelj vztrajno zanikata. V kolikor bi bila novela strokovno preišljena, bi hkrati prišlo tudi do ustreznih popravkov, kar zadeva uskladitve z MiFID in Izvedbeno direktivo, kar bi morala biti prioriteta zakonodajalca. Neverodostojno do slovenskih naslovnikov zakona in evropskih sogovornikov je, da bo zakonodajalec navedene pomanjkljivosti pri implementaciji

---

<sup>408</sup> Glej Sodbo Sodišča evropskih skupnosti (ECJ), primer Marshall proti SSWHA Health Authority (152/84), 1986.

MiFID v slovenski pravni red odpravil šele z drugo morda tretjo novelo ZTFI ali celo zgolj s sprejemom podzakonskega akta ATVP, četudi je za te pomanjkljivosti vedel že pred sprejemom ZTFI-A. Vsekakor upam, da bo do popravkov prišlo čimprej, tudi zaradi primerljivosti z zakonodajami drugih držav članic.

Splošen kritičen pomislek o prenormiranju najrazličnejših življenjskih situacij zadeva tako evropskega kot slovenskega zakonodajalca. Ne gre spregledati, da ima ZTFI 590 členov (ZTVP-1 jih je imel 410) in da je bilo na njegovi podlagi sprejetih 46 podzakonskih aktov ATVP, pri čemer uporaba zlasti slednjih za banke ni jasno opredeljena. Zakoni, ki imajo 500 členov, dandanes niso nobena redkost. Povsem na novo sprejeti Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju ima 500 členov v primerjavi s svojim predhodnikom, Zakonom o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji, ki je imel 198 členov. Trend vse večjega normiranja vsakodnevnih situacij (regulacije) lahko pripelje do pretiranega uokvirjanja svobodnega življenja posameznika, kjer bo branje uradnega lista postalo vsakodnevna jutranja aktivnost slehernega posameznika. Ni dobro, če se pravna država sprevrže v pravniško državo. Trend vse večje regulacije se iz nacionalnega hrama demokracije širi tako na lokalne nivoje kot tudi na gospodarske družbe, kjer se interni akti sprejemajo praktično za vsak najmanjši delovni proces. Abstraktni pravni akti že po svoji naravi ne morejo in ne smejo zajeti omejeno število in točno določene dejanske stanove. Vedno nova spoznanja prinesejo nove dejanske stanove, ki jih je potrebno subsumirati pod abstraktne pravne norme. Pretirano uokvirjanje in posledično omejevanje človekovega svobodnega ravnanja ovira tudi njegov razvoj in napredek. Več poudarka je potrebno dati sodni praksi in uporabi (interpretaciji) pravnih načel. Namen evropskega zakonodajalca je bil ravno pri sprejemu direktive MiFID ubrati pristop na podlagi načel (*principle-based approach*), a nisem prepričan, da mu je to uspelo, saj so pravila, določena v obeh direktivah, tako natančna in eksplicitna, da ne dopuščajo veliko manevrskega prostora za prosto urejanje pravnih razmerij pristojnim nacionalnim organom (ATVP).

Sprejem ZTFI za slovensko finančno industrijo pomeni precejšen izziv. Še posebej so dobrodošle nove določbe na področju skrbniških storitev (uvedba poddepoja) in na področju vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev (uvedba fiduciarnega računa). Ureditev teh institutov pomeni normativno konkurenčnost drugim evropskim državam na tem področju in je za prakso

resnično dobrodošla. Po drugi strani pa bi bilo potrebno v praksi več časa posvetiti pravilu o izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Za pravilno izpolnjevanje te obveznosti ne zadošča zgolj navedba izvršilnih mest, preko katerih so borznoposredniške družbe in banke že do uveljavitve ZTFI izvrševale naročila strank. Potrebna je vsebinska in poglobljena analiza izvršilnih mest glede na relativno pomembnost faktorjev, ki so kriterij za najugodnejšo izvršitev naročila stranke. Menim, da politika izvrševanja naročil, ki je napisana brez ustrezne kritične vsebinske presoje, zadovolji zgolj formalni zahtevi obstoja te politike, kar ni v skladu z »duhom« direktive MiFID in je zato neprimerna.

Borznoposredniške družbe in banke se vse bolj zavedajo pomembnosti zakonitosti poslovanja v najširšem pomenu, torej zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi, nadzorovanja in preprečevanja izkoriščanja notranjih informacij ter upravljanja z nasprotji interesov. Na eni strani gre za preprečevanje premoženjskega okoriščanja posameznika v nasprotju s predpisi, po drugi strani pa za zagotavljanje pravilnega delovanja in upravljanja družbe, ki lahko kaj hitro postane vprašljivo zaradi nepremišljenih, hazarderskih in neodgovornih dejanj posameznikov (npr. uslužbenec na relativno nizkem položaju je francosko banko Société General oškodoval za več milijard evrov s sklepanjem poslov na terminskem trgu). ZTFI in podzakonski akt ATVP bankam in borznoposredniškim družbam nudi dobro pravno podlago za ustanovitev neodvisnih in samostojnih funkcij nadzora, vendar je kvaliteta njihovega dela odvisna od vsebine, s katero bodo posamezne družbe napolnile te funkcije.

Določbe ZTFI močno presegajo pravni okvir in nobena banka ali borznoposredniška družba si brez ustrezne podpore informacijske tehnologije in seveda tistih, ki dejansko sklepajo posle (*front office*), ne more predstavljati praktične implementacije normativnih rešitev. Predvsem podpora informacijske tehnologije poslovnim procesom v zvezi z ZTFI je ključnega pomena, saj je potrebno na ustrezen način voditi evidence o strankah, o poslih, o dokumentih poslanih strankam, o njihovem znanju in izkušnjah, naložbenih ciljeh ter finančnemu položaju. Za izvajanje različnih investicijskih storitev se zahteva pridobitev različnih informacij od stranke. Seveda je tudi od razvrstitve stranke (neprofesionalna, profesionalna ali primerno nasprotna stranka) odvisno poslovanje borznoposredniške družbe in banke z njo. Znanje in prispevek informatikov sta bila



pri implementaciji pravil ZTFI v prakso nepogrešljiva, saj je bilo potrebno nekatere že obstoječe informacijske sisteme dopolniti, nekatere programe pa pripraviti na novo.

Pričujoča diplomska naloga ne obravnava vseh vidikov nove ureditve trga finančnih instrumentov. Predvsem je pisana s stališča borznoposredniških družb, bank in posameznega vlagatelja. Zanimiv bi bil pogled na obravnavano tematiko s strani nadzornih organov – regulatorjev trga, ki bdijo nad uresničevanjem določb ZTFI in podzakonskih aktov. Tovrsten pogled v tej nalogi ni posebej izpostavljen. Govorice o ustanovitvi panevropskega regulatorja evropskega trga, ki bi nadomestil posamezne nadzorne organe držav članic, so zaenkrat potihnile.

Kaj se nam obeta v prihodnje? Upam, da nekaj časa do večjih normativnih novosti na področju trga finančnih instrumentov na evropski in posledično slovenski ravni ne bo prišlo. Sedaj bi moral biti čas konsolidacije finančne industrije in dosledne uveljavitve četrte faze postopka Lamfalussy, ki zahteva dosledno izvajanje zakonskih določb v praksi in ustrezno delovanje nadzornih organov. Sledile bodo analize o koristih, stroških in pomanjkljivostih, ki jih obstoječa zakonodaja prinaša. Hkrati pa že nastajajo novi produkti in nove storitve za katere bodo čez čas verjetno ugotovili, da potrebujejo spremenjen, dopolnjen, skratka nov pravni okvir. In krog bo sklenjen.

## 6 VIRI IN LITERATURA

### 6.1 Viri in literatura

1. Aeschlimann, Lionel in Borens, Philippe. MiFID: Border crossings explained (*MiFID: pojasnila o čezmejnem poslovanju*). International Financial Legal Review, avgust 2008. Članek je dostopen tudi na spletni strani: <http://www.iflr.com/default.asp> (01.09.2008).
2. Commission Communication of 11 May 1999 entitled "Implementing the framework for financial markets: action plan" [COM(1999) 232] (*Akcijski načrt finančnih storitev* (»Financial Services Action Plan«) je komunikacija Komisije z dne 11. maja 1999 z naslovom »Implementacija okvira finančnih trgov: akcijski načrt« [COM(1999) 232]). Dokument je dostopen na spletni strani: <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/l24210.htm> (01.09.2008).
3. Dokument Evropske Komisije z naslovom Odgovori in vprašanja: Direktiva o trgih finančnih instrumentov 2004/39/ES in njenih izvedbenih ukrepih. Nazadnje spremenjen dne 05.08.2008 in dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm) (01.09.2008).
4. Dokument Evropske Komisije, direktorata za notranji trg in storitve, v zvezi z nadzorom podružnic skladno z MiFID, z dne 18.06.2007, št. MARKT/G/3/MV D(2007) 2386. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).
5. Dokument Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Passporting under MiFID« (*Potni list v MiFID*), Priporočila za implementacijo Direktive 2004/39/ES, maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).
6. Dokument Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Best Execution under MiFID – public consultation« (*Izvrševanju naročil pod najugodnejšimi pogoji - javno posvetovanje*), februar 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=53> (01.09.2008).
7. Dokument št. CESR/07-320 Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »Best Execution under MiFID – Q&A« (*Izvrševanje naročil pod najugodnejšimi pogoji za stranko – vprašanja&odgovori*), maj 2007. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).
8. Dokument št. CESR/05-291b Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) z naslovom »CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures - feedback statement« (*Tehnični nasveti CESR o izvedbenih ukrepih – odzivno poročilo*), junij 2005. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).

9. Dokument št. CESR/07-704c Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) »CESR MiFID Level 3 Expert Group Workplan for Q4/2007-2008« (*Delovni načrt ekspertne skupine za tretji nivo za četrto četrtino obdobja 2007-2008*), 05.02.2008. Dokument je dostopen na spletni strani: ([http://www.cesr.eu.org/index.php?page=contenu\\_groups&id=53&docmore=1#doc](http://www.cesr.eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1#doc)) (01.09.2008).
10. Elderfield, Matthew (ur.); A practitioner's Guide to MiFID (*Praktičen vodnik po MiFID*), City & Financial Publishing, prva izdaja, 2007.
11. European Commission Working Document ESC-07-2007, 19. marec 2007, odgovor Komisije na nekatera vprašanja CESR v zvezi z izvrševanjem naročil pod najugodnejšimi pogoji. Dostopen na naslovu: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esc/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esc/index_en.htm) (01.09.2008).
12. Final report of the Committee of Wise Men (*Končno poročilo Odbora modrecev*), Februar 2001. Dostopno na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm) (01.09.2008).
13. Frase, Dick: Law & Regulation of Investment Management (*Pravo & ureditev investicijskega upravljanja*), London Sweet & Maxwell, 2004.
14. Govor evropskega komisarja za notranji trg in storitve Charlie McCreevy-a na 10. letni nadzorni konferenci Združenja britanskih bančnikov (BBA) z naslovom »Ustvarjanje enotnega trga za evropske finančne storitve: vloga industrije«, London, 11. oktober 2006. Dostopen na spletni strani [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/mccreevy/allspeeches\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_barroso/mccreevy/allspeeches_en.htm) (01.09.2008).
15. Katušin, Goran: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Načelo izvršitve naloga pod najugodnejšimi pogoji za stranko. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7.
16. Katušin, Goran: Uporaba ZTFI za banke. Gradivo na posvetu pravnikov v organizaciji Izobraževalnega centra pri Združenju Bank Slovenije, 17 - 18. januar 2008.
17. Kaučič, Igor, Grad, Franc: Ustavna ureditev Slovenije, tretja spremenjena in dopolnjena izdaja, GV Založba, 2003.
18. Komunikacija Evropske komisije o nadgradnji direktive ISD z dne 16. novembra 2000 (osnutek). Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).
19. Kosi, Žiga: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Razkritja javnih družb. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7.
20. Mnenje Finske zveze strukturiranih produktov z naslovom »Should Structured Products be Defined as Complex or Non-Complex?« (*Ali naj bodo strukturirani produkti definirani kot kompleksni ali nekompleksni finančni instrumenti?*), 30. oktobra 2007. Dostopno na

- spletni strani: <http://sijoitustuotteet.fi/fileUpload/Docs/SP%20complex%20or%20non-complex2.pdf> (01.09.2008).
21. Nelson, Paul: Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID (*Pravna ureditev kapitalskih trgov: vpliv MiFID*), Cambridge University Press, 2008.
  22. Plavšak, Nina, Juhart, Miha (ur.): Obligacijski zakonik s komentarjem, 1. in 4. knjiga. GV Založba, 2004.
  23. Plavšak, Nina: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Pravna razmerja centralni depo – poddepozitar – končni imetnik. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7.
  24. Podgoršek, Bojan: Nova ureditev trga finančnih instrumentov: Fiduciarno imetništvo finančnih instrumentov in skrbniške storitve. Podjetje in delo, letnik XXXIII, 2007, št. 6-7.
  25. Pojasnila Evropske Komisije o ozadju priprave osnutka izvedbene direktive. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm) (01.09.2008).
  26. Poročilo Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR) in Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) z naslovom »Standards for securities clearing and settlement in the European Union« (*Standardi za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v Evropski Uniji*), september 2004. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://www.cesr-eu.org/> (01.09.2008).
  27. Pravila poddepoja UniCredit Banka Slovenija d.d. z dne 25. 04. 2008. Dokument je dostopen na spletni strani: [http://www.unicreditbank.si/Prebivalstvo/Uporabno/Splosni\\_pogoji\\_poslovanja?id=388](http://www.unicreditbank.si/Prebivalstvo/Uporabno/Splosni_pogoji_poslovanja?id=388) (01.09.2008).
  28. Pravna pisarna Allen & Overy, MiFID – Briefing Paper No. 6 (appropriateness), (*MiFID – dokument št. 6 z naslovom »test ustreznosti«*), avgust 2006. Dokument je dostopen na spletni strani: <http://elink.allenoverly.com/getFile.aspx?ItemType=Bulletin&id=eadde7a3-a03a-4574-98d3-2e74894b0f31> (01.09.2008).
  29. Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 34, z dne 8. maja 2007, (letnik XXXIII).
  30. Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu finančnih instrumentov, Poročevalec DZ RS št. 86, z dne 13. junija 2008, (letnik XXXIV).
  31. Predlog Direktive o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov z dne 02.06.2008. Dostopen na spletni strani: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm) (01.09.2008).

32. Skinner, Chris (ur.): The future of investing in Europe's markets after MiFID (*Prihodnost investiranja na evropske trge po MiFID*). John Wiley & Sons, 2007.
33. Spletne strani Odbora nadzornikov trga vrednostnih papirjev držav članic EU (CESR): [http://mifidatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks\\_id=4&language=0&pageName=Home](http://mifidatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=4&language=0&pageName=Home) (28.8.2008).
34. Spletne strani Banke Slovenije (glede vloge in interesa centralne banke pri poravnavi vrednostnih papirjev): <http://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?MapaId=152> (01.09.2008).
35. Strehovec, Gregor: MiFID in razvrščanje strank (client categorisation). Pravna praksa, GV Založba, letnik 25, št. 23, 2006, 16-17.
36. Strehovec, Gregor: ZTFI – ali velja tudi za banke? Pravna praksa, GV Založba, letnik 26, št. 46, 2007, str. 9-10.
37. Strehovec, Gregor: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik, letnik 57, št. 7/8 (julij-avgust 2008), str. 55-62.
38. Šercer, Andrej: Nova pravila za učinkovitejšo borzo. Pravna praksa, GV Založba, letnik 27, št. 23, 2008, str. 6-9.
39. Širaj, Mitja: Escrow dogovor. Pravna praksa, GV Založba, letnik 25, št. 35, 2006, str. 14 in 15.
40. Širaj, Mitja: Nova direktiva o potrošniških kreditnih pogodbah. Pravna praksa, GV Založba, letnik 27, št. 4, 2008, str. 13-15.
41. The Compliance Function in Banks (*Funkcija zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi v bankah*), Baselski odbor za nadzor bank, Banka za mednarodne poravnave (BIS), Januar 2004. Dokument dostopen na spletni strani: <http://www.bis.org/publ/bcbs113.htm> (01.09.2008).
42. Traversa, Deborah: MiFID: Strategic Importance of the Compliance Function (*MiFID: Strateška pomembnost »compliance« funkcije*). Članek objavljen na spletišču člankov »gtnews – the treasury and financial network«. Dostopen je na spletni strani: <http://www.gtnews.com/default.cfm> (01.09.2008).

## 6.2 Pravni viri - Slovenija

43. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), Ur. l. RS, št. 67/2007, popr. 100/2007.
44. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-A), Ur. l. RS, št. 69/2008.

45. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1-UPB2), Ur. l. RS, št. 51/2006 – uradno prečiščeno besedilo. (*prenehal veljati*)
46. Obligacijski zakonik (OZ), Ur. l. RS, št. 83/2001 s spremembami.
47. Zakon o prevzemih (ZPre-1), Ur. l. RS, št. 79/2006 s spremembami.
48. Zakon o bančništvu (ZBan-1), Ur. l. RS, št. 131/2006 s spremembami.
49. Zakona o javnih agencijah (ZJA), Ur. l. RS, št. 52/2002 s spremembami.
50. Zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP), Ur. l. RS, št. 23/1999 s spremembami.
51. Zakonom o finančnih zavarovanjih (ZFZ-UPB1), Ur. l. RS, št. 81/2006 – uradno prečiščeno besedilo.
52. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP), Ur. l. RS, št. 126/2007. (*v pretežnem delu stopi v veljavo 01.10.2008*)
53. Zakona o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji (ZPPSL), Ur. l. RS, št. 67/1993 s spremembami.
54. Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 42/2006 s spremembami.
55. Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Ur. l. RS, št. 110/2002 s spremembami.
56. Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb (ZVKSES), Ur. l. RS, št. 18/2004.
57. Zakona o varstvu potrošnikov (ZVPot), Ur. l. RS, št. 20/1998 s spremembami.
58. Zakona o obligacijskih razmerjih (ZOR), Ur. l. SFRJ, št. 29/1978 s spremembami.
59. Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe, Ur. l. RS, št. 106/2007 in 5/2008.
60. Sklep o poročanju posameznih dejstev in okoliščin borznoposredniških družb, Ur. l. RS, št. 106/2007.
61. Pravila in navodila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d., Ur. l. RS, št. 45/2008.
62. Sodba Ustavnega sodišča RS, št. U-I-219/03-25 z dne 01.12.2005.

### 6.3 Pravni viri - EU

63. Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (PEGS), UL C 325, 24. 12. 2002, (prečiščeno besedilo).
64. Pogodba o ustanovitvi evropske skupnosti (PES), UL C 321, 29. 12. 2006 (prečiščeno besedilo).
65. Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (MiFID), UL L 145, 30. 04. 2004, str. 1.
66. Direktiva Komisije 2006/73/ES o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih podjetij ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive, UL L 241, 02. 09. 2006, str. 26.
67. Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijska podjetja, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi, UL L 241, 02. 09. 2006, str. 1.
68. Direktiva Sveta 93/22/EGS o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (ISD), UL L 141, 11. 6. 1993, str. 27.
69. Direktiva 2003/71/ES evropskega parlamenta in sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi direktive 2001/34/ES, UL L 345, 31. 12. 2003, str. 64.
70. Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano) (BCD), UL L št. 177, 30. 06. 2006, str. 1.
71. Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovano) (CAD), UL L št. 177, 30. 06. 2006, str. 201.
72. Direktiva 2004/109/ES evropskega parlamenta in sveta z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembah direktive 2001/34/ES, UL L 390, 31. 12. 2004, str. 38.
73. Druga direktiva Sveta 89/646/EGS z dne 15. decembra 1989 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov v zvezi z izvajanjem poslov kreditnih institucij, ki spreminja Direktivo 77/780/EGS, UL L 386, 30. 12. 1989, str. 1.

74. Direktiva Sveta 89/592/EEC z dne 13. novembra 1989 o usklajevanju predpisov o trgovanju z notranjimi informacijami, UL L 334, 18. 11. 1989, str. 30.
75. Direktiva 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov, UL L 114, 27. 04. 2006, str. 60.
76. Direktiva 2000/12/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij, UL L št. 126, 26. 05. 2000, str. 1.
77. Direktiva Sveta 85/611/EGS z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje z vsemi spremembami (direktiva UCITS), UL L 375, 31. 12. 1985, str. 3–18. Prečiščeno besedilo direktive UCITS je dostopno na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:SL:NOT> (01.09.2008).
78. Sklep Komisije št. 2001/527/ES o ustanovitvi odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje, UL L 191, 13. 07. 2001, str. 43.
79. Sklep Sveta št. 1999/468/ES o določitvi postopkov za uresničevanje Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil, UL L 184, 17. 07. 1999, str. 23.
80. Sodba Sodišča evropskih skupnosti (ECJ), Primer Komisija proti Nemčiji, C-61/94, 1996, 1-4006.
81. Sodba Sodišča evropskih skupnosti (ECJ), primer Marshall proti SSWHA Health Authority (152/84), 1986.