

Александра ВИШЕКРУНА*

РЕШАВАЊЕ СПОРОВА У ВЕЗИ СА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ ПРЕД АРБИТРАЖОМ

Резиме

Тржиште капитала карактерише се бројним трансакцијама које се свакодневно одвијају по налогу клијената. У случајевима када између клијента и брокерско-дилерског друштва дође до спора, потребно је да исти буде што пре решен како би се спречили потреси у индустрији. Уговорне стране се могу окренути различитим начинима решавања спора, при чему алтернативни методи решавања споров, а посебно арбитража, данас добијају на значају. У раду се указује на тренд (посебно у америчком праву) да се приликом закључења уговора уговарају клаузуле којима се странке обавезују да реше спор пред арбитражом. Овај начин успостављања надлежности арбитражног тела носи са собом одређене предности, али и мане, што се детаљније испитује у раду. Поред питања оправданости примене ових клаузула, значајно је и питање да ли арбитража представља најбољи начин решавања спорова насталих на тржишту капитала.

Кључне речи: *арбитража, арбитражне клаузуле, тржиште капитала, хартије од вредности.*

І Уводна разматрања

Становништво постаје све заинтересованије за различите облике улагања новчаних средстава на тржишту капитала. Како је реч о лицима која немају потребно знање везано за процес инвестирања, они се обраћају професионалцима на том пољу (брокерско-дилерским друштвима) како би пронашли најадекватнији вид улагања. Поред појаве све већег броја инвеститора, савремена тржишта капитала одликује и појава бројних нових, комплексних финансијских инструмената и уговора у којима

* Мастер, истраживач сарадник у Институту за упоредно право

се појављује мноштво клијената.¹ Имајући у виду сложеност материје и односа, неминовно је да настану спорне ситуације, а посебно са порастом могућности трговине путем интернета.²

Поред судског начина решавања спорова, као традиционалног метода, поставило се питање да ли арбитража може бити адекватан начин решавања насталих спорних ситуација у овим случајевима. У разматрању овог питања посебно предњачи америчка судска пракса и теорија. Америчку праксу у овој области одликује дуг пут од потпуног одрицања могућности арбитража ових спорова, до постепеног прихватања њихове арбитрабилности. Посебно питање је било да ли има места арбитражним клаузулама пре настанка спора (*predispute arbitration agreement* – PDAA) у уговору који закључује брокер са својим клијентом, имајући у виду специфичан карактер ових уговора (уговори по приступу) и специфичан положај клијента као слабије уговорне стране.

II Спорови на тржишту капитала

Спорови на тржишту капитала у ширем смислу обухватају спорове између инвеститора (клијената/потрошача) и брокерских, односно брокерско-дилерских друштава, радне спорове између брокера и њихових послодаваца и спорове између привредних друштава која послују у том сектору (*intra-industry disputes*).³

Потрошачки спорови се најчешће јављају због погрешног представљања (*misrepresentation*), беспотребне куповине или продаје да би се стекло право на провизију (*churning*), неовлашћеног или неприкладног трговања, проневера.⁴ Са друге стране, спорови који настају између брокерско-дилерских друштава или у вези са њиховим међусобним односи-

1 Barbara Black, „Working Toward Fair Treatment for Retail Investors“, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 76, No. 1/2007, 376; Hans Van Houtte, „Arbitration Involving Securities Transactions“, *Arbitration International*, Vol. 12, No. 4/1996, 406; Deborah Masucci, „Securities Arbitration--A Success Story: What Does the Future Hold“, *Wake Forest Law Review*, Vol. 31, No. 1/1996, 185.

2 Constantine N. Katsoris, „The Resolution of Securities Disputes“, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 6, No. 2/2001, 309.

3 Jill I. Gross, „The End of Mandatory Securities Arbitration?“, *Pace Law Review*, Vol. 30, No. 4/2010, 1077.

4 William W. Park, „Arbitration in Banking and Finance“, *Annual Review of Banking Law*, No. 17/1998, 233.

ма обухватају питања извршења уговора, питања везана за регистрацију, спорове у вези са клирингом и спорове са запосленима.⁵

Спорови настали у међусобним односима брокерско-дилерских друштава решавају се у оквиру саме саморегулаторне организације, најчешће уз учешће арбитра-стручњака који раде у сектору тржишта капитала.⁶ Наиме, када постају чланови берзе, брокери морају да пристану на њена правила пословања, а често је у њима садржана и арбитражна клаузула.⁷ Решавање спора се често спроводи на пријатељској основи, без употребе формалног поступка, на основу обичајних правила сектора са санкцијама које су ванправног карактера и које се спровode међу самим члановима групе.⁸ Ово се објашњава чињеницом да је реч о затвореном систему чији су чланови међусобно зависни.⁹

Потреба за флексибилним приступом у решавању појединих врста спорова довела је до промене традиционалног поимања природе арбитраже, а посебно се мисли на арбитраже за спорове из радних односа и арбитраже везане за спорове из хартија од вредности.¹⁰ Имајући у виду ту промењену природу, поставља се питање да ли је арбитража за спорове из хартија од вредности један нови вид арбитраже или је реч о алтернативном начину решавања спора који је потпуно другачији.¹¹

III Арбитрабилност спорова у вези са хартијама од вредности – историјски осврт

Амерички Конгрес је након великог финансијског краха 1929. године донео два закона која је требало да поврате поверење инвеститора у тржиште капитала.¹² Временом је дошло до бројних контроверзи у

5 Hyung Kyun Kwon, „Med-Arb Adoption in Securities Law Disputes: Advantages and Costs“, *Concordia Law Review*, Vol. 2, No. 1/2017, 49; H. Van Houtte, 405.

6 Jennifer J. Johnson, „Wall Street Meets the Wild West: Bringing Law and Order to Securities Arbitration“, *North Carolina Law Review*, Vol. 84, No. 1/2005, 136.

7 H. Van Houtte, 405.

8 J. Johnson, 125; H. Van Houtte, 405.

9 H. Van Houtte, 406.

10 M. Saleh Jaber, Bruno Zeller, „How Much Can It Be Bent Before Breaking? Changing the Foundations of Arbitration in Securities Disputes“, *Pepperdine Dispute Resolution Law Journal*, Vol. 15, No. 2/2015, 319.

11 M. S. Jaber, B. Zeller, 320.

12 То су Закон о хартијама од вредности из 1933. године - SA (*Securities Act*) и Закон о промету хартија од вредности из 1934. Године – SEA (*Securities Exchange Act*). Први акт је донет са циљем да регулише односе на примарном тржишту капитала, док улога другог акта регули-

погледу могућности решавања путем арбитраже спорова насталих из примене ових прописа. Наиме, главни пропис у области арбитраже (Федерални закон о арбитражи) предвиђа да ће у случају настанка спора, судски поступак бити обустављен и спорно питање решено путем арбитраже. Имајући у виду да је овај пропис донет пре закона у области тржишта капитала, приликом његовог доношења није се могло предвидети да ће настати сукоб са актима који регулишу трансакције са хартијама од вредности.¹³ Питање односа ових закона решавано је кроз судску праксу и прешло је пут од потпуног неприхватања (одбијања), преко признавања делимичне арбитрабилности, зависно од тога према ком закону су спорови решавани, до коначног заузимања потпуно либералног става и прихватања арбитрабилности.¹⁴ Данас постоји богата судска пракса која прати еволуцију арбитражног решавања спора између брокера и његових клијената, показујући међусобне односе та три акта и проблеме са којима се суд суочавао у покушају да их помири.¹⁵

Са историјског аспекта, изванвременски период, јако мали број спорова из ове области је решаван путем арбитраже. Ово се објашњава чињеницом да је у случају *Wilko v. Swan*, који један од првих спорова у којима се покреће питање арбитрабилности спорова у вези са хартијама од вредности, суд стао на становиште да клаузула којом је предвиђена надлежност арбитраже за спорове настале у вези са SA неприменљива. Наиме, овај пропис је изричито предвиђао надлежност суда у случају настанка спора и сматрало се да свака одредба којом се странке одричу (*waive*) тог права ништава. Како Федерални закон о арбитражи пружа могућност да се спор не решава пред арбитражом ако се докаже да је Конгрес имао намеру да створи изузетак путем доношења закона који даје странама „специјална права“, Суд се у овом спору позвао на ову могућност.¹⁶ Такође, исказана је сумња у адекватност арбитраже као

сање односа на секундарном тржишту капитала, тј. приликом касније продаје и куповине хартија од вредности.

13 David C. Nelson, „The Arbitrability of Securities Disputes between Brokers and Customers - *Phillips v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & (and) Smith, Inc.*“, *Creighton Law Review*, Vol. 20, No. 4/1986, 1014.

14 Јелена Вукадиновић, *Улога арбитрабилности у процесу решавања спорова пред међународном трговинском арбитражом (докторска дисертација)*, Београд, 2016, 256.

15 Gregory N. Malson, „Securities Arbitration: Resolution of Disputes Between Securities Brokers and their Customers“, *Golden Gate University Law Review*, Vol. 21, No. 2/1991, 406. За преглед праксе и литературе у овој области вид. Ј. Вукадиновић, 252-265.

16 Указује се да су три карактеристике закона допринеле овом схватању – купац не сноси терет доказивања намере продавца да га превари; постоји широка могућност избора судског

форума за решавање те врсте спорова, посебно имајући у виду потребу заштите инвеститора.¹⁷

Ова пракса је опстала неколико деценија, али кроз нове одлуке долази до постепене либерализације овог приступа. Прве назнаке промена уочавају се у области спорова са елементом иностраности,¹⁸ да би Врховни суд доношењем одлуке у случају *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.*, стао на становиште да су спорови настали из уговора клијента и брокерско-дилерског друштва арбитрабилни. Оно што карактерише ово временско раздобље је и недовољно јасан став праксе у погледу арбитрабилности спорова из SEA. Наиме, овај акт предвиђа имплицитну обавезу покретања судског поступка, тако да није било сасвим јасно да ли се забрана покретања арбитраже може односити и на њега.¹⁹ У случају *Shearson/American Express, Inc. v. McMahon* оповргнута је *Wilko* доктрина и предност дата арбитражи за SA, али се и даље сматрало се да се доктрина не примењује на спорове из SEA. Коначно, у случају *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.* било дозвољено решавање спорова путем арбитраже за спорове из оба закона. Сматра се да је одлучујућу превагу у промени става однела чињеница да Комисија за хартије од вредности (*Securities Exchange Commission – SEC*) врши надзор на спровођењем арбитражног поступка у вези са хартијама од вредности.²⁰

Одлука суда у случају *McMahon* и тренд да су сви спорови повезани са хартијама од вредности арбитрабилни, довела је до измене природе спорова који се решавају пред арбитражом.²¹ Наиме, пре одлуке у овом спору, спорови настали из примене Закона против рекетирања и корупције (RICO) нису се генерално сматрали арбитрабилним. Судови су им негирали арбитрабилност, позивајући се на сложеност тих спорова, пре-

форума (и федерални и државни суд имају надлежност); чл. 14 забрањује било коју врсту споразума којим би се странке одрекле поштовања било које одредбе акта. F. Chet Taylor, „The Arbitrability of Federal Securities Claims: Wilko's Swan Song“, *University of Miami Law Review*, Vol. 42, No. 1/1987, 207-208.

17 F. C. Taylor, 208.

18 Нпр. суд је одустао од примене ове доктрине у међународним споровима, имајући у виду потребу либерализације међународне трговине вид. *Scherk v. Alberto-Culver Co.*

19 Janet E. Kerr, „The Arbitration of Securities Law Disputes after Rodriguez and the Impact on Investor Protection“, *Marquette Law Review*, Vol. 73, No. 2 /1989, 231.

20 D. Masucci, 186.

21 Karen Kupersmith, „A Perspective on the Role of the Arbitrator in Securities Arbitration“, *Wake Forest Law Review*, Vol. 31, No. 1/1996, 304.

клапање кривичноправних и грађанскоправних компоненти, као и значајан јавни интерес присутан у примени овог акта.²²

Признавање пуноважности арбитражних клаузула у споровима из хартија од вредности, довело је до појаве нових трендова на тржишту - све више уговора између брокерско-дилерских друштава и клијената садржи PDAA,²³ а настају и специјализовани арбитражни центри за спорове у вези да хартијама од вредности.²⁴ Учесталија употреба арбитраже се објашњава факторима попут интернационализације финансијских трансакција, сложености спорова, недоследности у одлучивању судова, захтевима за већом флексибилношћу, као и потребом за приватношћу и поверљивошћу.²⁵

IV Арбитражне клаузуле у уговорима брокерско-дилерских друштава и њихових клијената

Постизање споразума о арбитражи у уговорима између брокера и клијента не прати традиционални модел арбитражних споразума где уговорне стране имају релативно једнаку преговарачку моћ и одлука о арбитражи настаје на основу слободних преговора.²⁶ Надлежност арбитраже за спорове из хартија од вредности се може формулисати на различите начине, а три приступа су се издвојила као најчешћа: 1) минимална слобода за стране у спору, где им законодавац даје само могућност да избежу решавање спора пред одређеним трибуналом или да се одреде за судско решавање; 2) наметање ограничења за другу уговорну страну од стране брокера тако да клијент не може да покрене поступак пред судом,

22 G. Malson, 416-417.

23 Примећује се да су истраживања у погледу решавања спорова у вези са хартијама од вредности путем арбитраже рађена 90-их година XX века нашла да је „већина“ инвеститора закључила уговоре који садрже PDAA, а да се деценију касније говори о „скоро свим“ инвеститорима. Jill I. Gross, Barbara Black, „Investor Protection Meets the Federal Arbitration Act“, *Stanford Journal of Complex Litigation*, No. 1/2012, 18.

24 Inka Hanefeld, „Arbitration in Banking and Finance“, *New York University Journal of Law & Business*, Vol. 9, Nr. 3/2013, 923. Данас најпознатији центар у овој области је FINRA. Реч је о саморегулаторној организацији која послује под надзором SEC-а и која је настала 2007. године спајањем Националног удружења трговаца хартијама од вредности (NASD) и регулаторних и арбитражних функција Њујоршке берзе (NYSE). Данас се преко 90% спорова у овој области решава под њеним окриљем.

25 I. Hanefeld, 923-924.

26 M. S. Jaber, B. Zeller, 321.

већ само пред арбитражом; 3) постојање законске обавезе за стране у спору да покрену поступак пред одговарајућим арбитражним телом.²⁷

САД је типичан представник другог модела. Већина спорова између клијената и брокерско-дилерских друштава решава пред одсеком за решавање спорова саморегулаторне организације FINRA (FINRADR). Арбитрирање спорова пред овим телом је последица или чињенице да се у уговору налази арбитражна клаузула (PDAA) или да се клијент према Правилу 12200 позвао на своје безусловно право да захтева решавање спора путем арбитраже.²⁸

Одабир арбитраже као форума за решавање спорова између клијената и брокерско-дилерских друштава је специфично уређен. Наиме, њега карактерише једнострано наметнута обавеза за брокерско-дилерска друштва да по захтеву клијента решавају спор пред арбитражом, чак иако није уговорена арбитражна клаузула. Са друге стране, таква обавеза није наметнута клијентима, већ је арбитража једна од могућности која им стоји на располагању.²⁹ Овако постављен систем решавања спорова „кваре“ PDAA. Постављајући обавезу инвеститорима да прихвате арбитражу, као предуслов закључења уговора, негирам им се право одабира форума, јер у таквим околностима обе стране имају дужност да спор решавају пред арбитражом.³⁰

Питање дозвољености ових клаузула решено је кроз позитивну одлуку судске праксе, али остаје нерешено питање њихове оправданости, имајући у виду да до данас ни теорија, ни учесници на тржишту нису усагласили своја становишта. (Не)оправданост примене ових клаузула се цени посебно имајући у виду чињеницу да се оне појављују у уговорима по приступу и да по правилу клијент не може да преговара о евентуалном искључењу надлежности арбитраже.³¹ Такође, клијенти се махом јављају у улози „посебне врсте потрошача или слабије стране са суженим преговарачким могућностима“.³²

27 M. S. Jaber, B. Zeller, 321-322.

28 Jill Gross, „The Historical Basis of Securities Arbitration as an Investor Protection Mechanism“, *Journal of Dispute Resolution*, No. 1/2016, 172.

29 Stephen J. Ware, „What Makes Securities Arbitration Different from Other Consumer and Employment Arbitration“, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 76, No. 2/2008, 452.

30 S. Ware, 452.

31 H. Van Houtte, 408.

32 J. Вукадиновић, 253. Débora Chaves Martines Fernandes, „Investors’ protection in the U.S.: the issue of mandatory arbitration clauses in contracts between investors and brokerage/advisory firms“, *Revista direito GV*, Vol.13, No. 2/2017, 522. За разлику од ових уговора, у уговорима са

У америчком праву је постало стандардно правило да уговори између брокерско-дилерског друштва и клијената садрже одредбу према којој ће „било које спорно питање настало из односа брокера и клијента бити решено путем арбитраже“. Реч је о одредби која је доста широко постављена у погледу могућег предмета спора.³³ Уношењем ове одредбе уговорним странама дају се два права – право да захтевају решавање спора пред арбитражом и право да у случају да буде тужена, уговорна страна може да захтева да се поступак спроведе уместо пред судом, пред арбитражом.³⁴

Иако не постоје законске препреке да се споразум о арбитражи између брокера и клијента постигне тако да задовољава интересе обе стране, реч је о опцији за коју се брокери ретко опредељују.³⁵ Наиме, имајући у виду специфичност обављања послова у сектору тржишта капитала (велики број налога, потреба за правовременим и брзим реаговањем), обично се користе стандардизоване уговорне форме. По својој природи ови уговори су адхезиони (уговори по приступу) и остављају (ни)мало места клијентима да преговарају о њиховој садржини.³⁶ Они су конципирани по принципу „узми или остави“ – клијент може да прихвати њихову садржину таква каква јесте, или да тражи други начин да постигне циљ који је желео да оствари закључењем уговора.³⁷ Иако се истиче да је крајња одлука о закључењу уговора на инвеститору,³⁸ неретко, он других опција и нема, јер практично сва брокерско-дилерска друштва примењују ове клаузуле и инвеститор не може да добије потребну услугу без закључивања овог уговора.³⁹ Арбитражна клаузула је део уговора и само

институционалним инвеститорима, брокерско-дилерска друштва много чешће инсистирају на судском решавању спорова. Тиме долази до парадоксалне ситуације у којој се ствара двојни режим односа са клијентима – захтева се и судска и арбитражна надлежност за исте врсте уговора, у зависности од тога ко је клијент. Вид. J. Gross (2016), 386; Michael S. Barr, „Mandatory Arbitration in Consumer Finance and Investor Contracts“, *New York University Journal of Law & Business*, Vol. 11, No. 4/2015, 817.

33 Најчешће је реч о примени уредаба чл. 12(2) SA и чл. 10 (b) SEA. G. Malson, 416.

34 CFPB, Arbitration Study Report to Congress, pursuant to Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 1028(a), 2015, доступно на адреси: https://files.consumerfinance.gov/f/201503_cfpb_arbitration-study-report-to-congress-2015.pdf, 4.

35 M. S. Jaber, B. Zeller, 321.

36 Richard E. Speidel, „Contract Theory and Securities Arbitration: Whither the Consent?“, *Brooklyn Law Review*, Vol. 62, No. 4/1996, 1337, 1349.

37 D. Chaves Martines Fernandes, 529.

38 G. Malson, 422.

39 R. Speidel, 1358.

постојање уговора имплицира постојање пристанка обе уговорне стране на услове уговора. Међутим, проблем је то што клијенти обично не дају експлицитан пристанак, заснован на потребним информацијама.⁴⁰ Код оваквих уговора слобода уговарања ставља у други план и арбитража у овим споровима постаје од добровољне „практично обавезујућа“.⁴¹ Међутим, постоје и становишта да се не може говорити о мандаторној (присилној) арбитражи док год је она заснована на уговору, па и у ситуацијама када је преговарачка моћ уговорних страна неједнака.⁴²

Као један од проблема везаних за арбитражне клаузуле види се и чињеница да неке од њих садрже одредбе којима се ограничава приступ колективним механизмима обештећења потрошачима/инвеститорима, што у значајној мери ограничава могућност њиховог обештећења, а ограничава и одвраћајући ефекат који ови механизми имају.⁴³

Негативни аспекти ових клаузула довели су до напора како на федералном, тако и на државном нивоу да им се одрекне дејство, али су они остали без успеха.⁴⁴ Напад је долазио са два фронта – кроз предлоге да се забрани или ограничи примена ових клаузула и кроз овлашћења која је SEC добила да забрани или ограничи примену ових клаузула ако угрожавају „јавни интерес“ или ако то захтева „заштита инвеститора“.⁴⁵

40 G. Richard Shell, „Fair play, consent and securities arbitration: a comment on Speidel”, *Brooklyn Law Review*, Vol. 62, No. 4/1996, 1367.

41 J. Gross (2016), 172; D. Chaves Martines Fernandes, 521; J. Kerr, 256. Мандаторна арбитража подразумева арбитражу која настаје на основу PDAA садржане у адхезивном уговору између уговорних страна које немају једнаку преговарачку моћ. J. Gross (2016), 386, fn 11.

42 Stjepan Lović, *Prisilne arbitraže*, 2016, доступно на адреси: http://bib.irb.hr/datoteka/911604.Prisilne_arbitraze.pdf. Слично резонују и M. S. Jaber, B. Zeller, 323-324.

43 M. Barr, 806. Ово питање је било посебно актуелно у случају *Schwab* када је компанија у уговор са клијентом унела одредбу према којој се клијент одриче права да покрене судски поступак путем колективне тужбе. FINRA је забранила овај уговор, између осталог позивајући се на своја правила која не дозвољавају овакву праксу. Препознаје се значај колективних тужби поготово када је реч о малим потраживањима – без њиховог постојања многи инвеститори се и не би одважили да покрену поступак пред судом, јер понекад трошкови поступка надилазе вредност тужбеног захтева, тако да није рационално да се они упуштају у спор. J. Gross, B. Black, 4. Иако се препознаје значај ових тужби, поједини аутори их критикују и у њима виде “нужно зло”. Bradley J. Bondi, „Facilitating economic recovery and sustainable growth through reform of the securities class-action system: exploring arbitration as an alternative to litigation”, *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 33, No. 2/ 2010, 607-638.

44 C. Katsoris, 313.

45 D. Chaves Martines Fernandes, 525. Ово овлашћење је SEC добија на основу Дод-Франковог акта из 2010. године (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), али оно још увек није искоришћено. Сматра се да, имајући и виду специфичну природу ове арбитра-

Сматра се да ове клаузуле, ипак, не треба забранити јер имају бројне позитивне ефекте попут избегавања решавања спора у (непријатељском) судском окружењу и смањивања трансакционих трошкова за инвеститоре.⁴⁶ Изостанак ових клаузула би довео до тога да доношење одлуке о форуму пред којим ће се решавати спор буде резултат тактизирања.⁴⁷ Клаузуле, пак, уносе у однос инвеститора и брокера дозу предвидљивости.⁴⁸ Такође, добровољна арбитража би довела до смањења политичког притиска на FINRA-у да обезбеди правичност поступка.⁴⁹

Питање укидања ових клаузула указало је на могућу појаву једног занимљивог феномена – иницијативе брокера да се укине Правило 12200 које их обавезује да спорове решавају пред арбитражом.⁵⁰ У пракси се пред судовима постављало питање да ли брокерско-дилерска друштва могу да пренебрегну арбитражну клаузулу и захтевају да се спор реши пред судом. Иако су судови имали различита становишта, и понеки и одобравали овај приступ, сматра се да је реч о праву инвеститора кога се они не могу одрећи и обавези брокера коју они морају поштовати.⁵¹

V Арбитраже за спорове из хартија од вредности – *pro et contra*

Потрагу за адекватним форумом за решавање спора у вези са хартијама од вредности карактерише стални сукоб између присталица и противника арбитраже као идеалног механизма решавања спора. Поред питања да ли PDAA представљају ограничење или одрицање од слободе уговарања, постоји и друга линија дискусије усмерена ка питању да ли је уопште арбитража адекватан систем за решавање ове врсте спорова. Са једне стране, противници арбитраже (оличени у клијентима) махом истичу да је сам поступак неправичан, неефикасан, скуп и пристрасан у

же, SEC ово своје овлашћење и не треба да примењује, јер то може имати озбиљне последице по инвеститоре и опстанак механизма за решавање спорова, већ да евентуалне недостатке арбитраже треба уклонити кроз реформе унутар самог саморегулаторног тела. J. Gross (2010), 1178, 1186.

46 J. Gross (2010), 1189-1190.

47 SIMFA, White paper on arbitration in the securities industry, 2007, доступно на адреси: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/03/White-Paper-on-Arbitration-in-the-Securities-Industry-October-2007.pdf>, 5.

48 SIMFA, White paper on arbitration in the securities industry, 48.

49 J. Gross (2010), 1193.

50 J. Gross (2010), 1191.

51 J. Gross (2016), 388-401.

корист брокерско-дилерског друштва. Са друге стране, присталице арбитраже (представници сектора) сматрају арбитражу ефикаснијим, бржим и јефтинијим механизмом у односу на судски поступак, који је правичан у односу на све стране у спору.⁵²

Аргументи против арбитраже као начина решавања спора, усмерени су на процедуралне недостатке механизма који могу довести до неправичних исхода.⁵³ Током свог историјског развоја арбитража у области хартија од вредности је значајно променила своју природу и од поступка који се спроводио пред панелом стручњака, чланова сектора тржишта капитала, она постепено постаје све сложенији поступак, који је детаљно регулисан и у коме све већу улогу играју лица која немају искуство или знања из те области.⁵⁴ Управо се као један од највећих проблема арбитраже у овој области види се избор арбитра. Са једне стране, имајући у виду комплексност материје о којој је реч, потребно је да у процес буду укључена лица која имају одговарајућа стручна знања у тој области. Међутим, са друге стране, то рађа проблем сумње у њихову непристрасност. Наиме, по логици ствари, стручњаци за питања хартија од вредности су лица која су повезана са сектором тржишта капитала (нпр. запослени су у брокерско-дилерским друштвима, заступају као адвокати у споровима из хартија од вредности и сл.). Поставља се питање да ли ће, имајући у виду њихову повезаност са сектором, они бити непристрасни и када је то потребно донети одлуку која не иде у корист брокерско-дилерског друштва. Могућност арбитраже да понуди гаранције правичног решавања спора од стране независних и објективних арбитра види се као кључно питање на које треба да буде усмерен фокус дискусије о арбитражу спорова у вези са хартијама од вредности.⁵⁵ Имајући то у виду, FINRA је мењала своја правила како би се одговорило изазову који поставља питање независности арбитра. Реформе су спровођене у смеру укључивања у поступак већег броја лица која се сматрају „јавним“ арбитрама, тј. лица која нису повезана са сектором тржишта капитала,⁵⁶ чиме се настоји постићи баланс између потребе

52 CFPB, Arbitration Study Report to Congress, pursuant to Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 1028(a), 2. За детаљан приказ уочених предности и мана вид. D. Chaves Martines Fernandes, 526-529.

53 M. Barr, 809.

54 J. Gross (2016), 182.

55 H. Van Houtte, 413.

56 FINRA Code, чл. 10308 (a)(4) и (5) дефинише појам јавног и нејавног арбитра. Нејавни арбитра (арбитра из струке) укључују лица која јесу или су у протеклих пет година била повезана са брокерима или су трговала на робној берзи, као и пензионисана лица или лица која су претежан део своје каријере провела бавећи се трговином на берзи. Под ову категорију се

стручности (оличене у нејавним арбитрама) и правичности (остварене кроз укључивање јавних арбитра).⁵⁷ Ипак, истиче се да је пребацивањем (целокупног) фокуса на питање независности арбитра, занемарено питање његове стручности и изражена је сумња у којој мери ће лица која задовољавају критеријуме за „јавног арбитра“ бити у могућности да разумеју комплексне проблеме из области хартија од вредности.⁵⁸

У прилог употреби алтернативног решавања спорова говори потреба да се постигне поверљивост, већа неформалност, као и поновно успостављање добрих односа међу уговорним странама у поступку „који није адверзаријалан или биполаран (једна страна губи, друга добија)“.⁵⁹ Оквир који је успоставила FINRA се види као ефикасан и правичан форум за решавање спорова.⁶⁰ Предност коришћења арбитраже огледа се у бржем решавању спорова, смањивању трошкова, чињеници да су њена правила посебно прилагођена за ове врсте спорова, да су правила униформна (чиме се постиже предвидивост одвијања поступка), да је особље упознато са овим видовима спорова, те да су арбитражи путем обука и практичног искуства упознати са правилима сектора тржишта капитала.⁶¹

VI Алтернативе

Проналажење адекватног начина решавања спорова насталих у вези са трансакцијама на тржишту капитала представља предуслов поуз-

подводе и запослени у банкама и други професионалци у области тржишта капитала. Такође, у ову категорију спадају и адвокати, рачуновође и други стручњаци који су посветили 20% или више свог професионалног рада у последње две године клијентима из сектора тржишта капитала. Јавни арбитражи су лица која нису спроводила активности које би их квалификовале као нејавне арбитраже, која нису обављала те активности дуже од 20 година, која нису инвестициони саветници, која нису адвокати, рачуновође или други професионалци чија је компанија остварила 10% или више прихода у протекле две године од лица или ентитета који се баве пословима са хартијама од вредности. Такође то су лица која нису запослена или нису члан уже породице лица која раде у ентитетима који контролишу или су под контролом организације која послује са хартијама од вредности, нису директори или службеници тих ентитета или чланови породице лица која су директори или службеници тих ентитета. Такође, то не смеју бити лица која су брачни другови или чланови уже породице лица које се бави активностима у вези са хартијама од вредности.

57 D. Masucci, 196.

58 J. Johnson, 160.

59 Christopher Hodges, „Current discussions on consumer redress: collective redress and ADR“, *ERA Forum*, Vol. 13, 2012, 20.

60 J. Gross (2016), 385. За детаљније објашњење овог става вид. J. Gross (2010), 1186-1189.

61 SIMFA, White paper on arbitration in the securities industry, 50-51.

дања инвеститора у тржиште и основу на којој се гради повећање броја улагача.⁶² Поред арбитраже, све више пажње се поклања и другим облицима алтернативног решавања спорова, а посебно медијацији. Предност медијације се огледа у смањеним трошковима због раног решавања спора и проналаску задовољавајућег решења, имајући у виду да странке контролишу исход поступка. Посебно је значајно то што медијатор ради са странама у спору на анализи ризика које доноси арбитража и олакшава постизање нагодбе.⁶³ Ова вид решавања спора је често мање формалан и мање скуп, и бржи од арбитраже, а усмерен је на покушај да се странама помогне да пронађу адекватно решење.⁶⁴ Постоје и идеје о увођењу хибридног поступка - *Med-Arb* - са циљем побољшања ефикасности поступка алтернативног решавања спорова у области хартија од вредности.⁶⁵

VII Закључна разматрања

Потреба за решавањем спорова на тржишту капитала може се појавити у неколико односа - између брокерско-дилерских друштава међусобно, где се махом спорови решавају на путем стручних лица у оквиру саморегулаторне организације, као и између између брокерско-дилерских друштава и њихових клијената, где се поставља питање одабира адекватног форума за решавање спора. У традиционалном приступу уређењу овог питања, нагласак се ставља на слободу уговорних страна да одаберу адекватан начин решавања будућих спорова. Међутим, данас је практично постала стандардна пракса да уговори између брокерско-дилерских друштава и инвеститора садрже клаузуле о арбитражи, чиме се негира слобода инвеститора да одаберу форум за решавање спорне ситуације.

Питање (дозвољености и оправданости) арбитражних клаузула унетих у уговор пре настанка спора, осликава вечиту борбу између инвеститора који сматрају да су те клаузуле неправичне и индустрије која их брани и бори се да оне опстану. Сучељавају се и ставови инвеститора који сматрају да сам арбитражни поступак није правичан и да су арбитражи пристрасни и ставова индустрије која у први план ставља предности

62 C. Katsoris, 368.

63 D. Masucci, 200.

64 C. Katsoris, 364.

65 H.K. Kwon, 46.

арбитраже у односу на судски поступак (брзину, поверљивост, мање трошкове, стручност).

Коначног одговора на питање адекватности арбитраже за спорове у вези са хартијама од вредности нема. Сви елементи једне финансијске трансакције ће одредити да ли и када арбитража може да буде прикладан начин решавања ових спорова.⁶⁶ Успех арбитраже у овом домену зависиће и од њене спремности да одговори на потребе учесника на тржишту.⁶⁷

Aleksandra VIŠEKRUNA, M.A.

Research Associate, Institute of comparative law, Belgrade

ARBITRATION OF SECURITIES' DISPUTES

Summary

Capital market is characterized by numerous transactions that occur on daily basis. In case of a dispute between broker and its client, it is necessary to resolve the said dispute in the shortest amount of time in order to prevent problems in the industry. Parties can choose between various methods of dispute resolution. ADR has become a particularly favoured method, especially arbitration. The paper points out the trend (especially in the US law) that investment contracts contain clauses to solve disputes before arbitration (so-called PDAA). This manner of selecting forum has both advantages and disadvantages, to which the paper points. Apart from the issue of justifiability of these clauses, arises the question of arbitration as the best option for resolution securities' disputes.

Keywords: *arbitration, arbitration clauses, capital market, securities.*

66 W. Park, 216.

67 I. Hanefeld, 918.